

**PENGARUH KEPEMILIKAN PEMERINTAH, *WORKING CAPITAL EFFICIENCY* DAN *AGENCY COST* TERHADAP TINGKAT PENGEMBALIAN INVESTASI PADA BUMN SEBELUM DAN SESUDAH PRIVATISASI**

***THE INFLUENCE OF STATE OWNERSHIP, WORKING CAPITAL EFFICIENCY AND AGENCY COST ON RETURN ON INVESTMENT OF SOEs BEFORE AND AFTER PRIVATIZATION***

**ZELFI OKTAFIA USNILAM SARI  
8335097711**



**Skripsi ini Disusun Sebagai Salah Satu Persyaratan Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi**

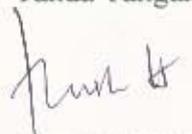
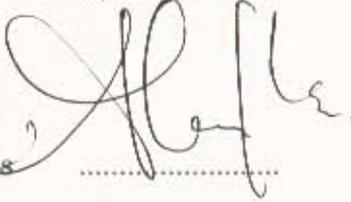
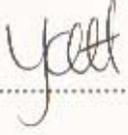
**PROGRAM STUDI S1 AKUNTANSI  
JURUSAN AKUNTANSI  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA  
2013**

## LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

**Penanggung Jawab  
Dekan Fakultas Ekonomi**



Dra. Nurahma Hajat, M.Si  
NIP. 19531002 198503 2 001

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
<u>Nuramalia Hasanah, SE., M.Ak</u> NIP. 19770617 200812 2 001	Ketua	 .....	<u>24 Juni 2013</u>
<u>Marsellisa Nindito, SE., Akt., M.Sc</u> NIP. 19750630 200501 2 001	Sekretaris	 .....	<u>25 Juni 2013</u>
<u>Ratna Anggraini ZR, SE, M.Si</u> NIP. 19740417 200012 2 001	Penguji Ahli	 .....	<u>24 Juni 2013</u>
<u>M. Yasser Arafat, SE, Akt., MM</u> NIP. 19710413 200112 1 001	Pembimbing I	 .....	<u>25 Juni 2013</u>
<u>Yunika Murdayanti, SE, M.Si</u> NIP. 19786021 200801 2 011	Pembimbing II	 .....	<u>24 Juni 2013</u>

Tanggal Lulus : 21 Juni 2013

## PERNYATAAN ORISINALITAS

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Skripsi ini merupakan karya asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik sarjana, baik di Universitas Negeri Jakarta maupun di Perguruan Tinggi lain.
2. Skripsi ini belum pernah dipublikasikan, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Universitas Negeri Jakarta.

Jakarta, 21 Juni 2013  
Yang membuat pernyataan



Zelfi Oktafia UsnilamSari  
NIM. 8335097711

## ABSTRAK

Zelfi Oktafia U. S. 2013; Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* Terhadap Tingkat Pengembalian Investasi Pada BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi.

Pembimbing: (I) Yasser Arafat, SE, Akt., MM ; (II) Yunika Murdayanti, SE, M.Si

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis apakah ada pengaruh dari kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency* dan *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN dan memastikan apakah ada perbedaan nilai antara sebelum dan sesudah privatisasi. Pengumpulan data dilakukan melalui *purposive sampling* untuk semua BUMN yang diprivatisasi melalui IPO di Indonesia. Rentang waktu untuk penelitian ini menggunakan tiga tahun sebelum privatisasi dan tiga tahun setelah privatisasi selama periode 2009-2011. Metode statistik yang digunakan adalah regresi linier berganda dan *paired sample t-test* pada tingkat signifikansi 5%. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan uji dua sisi.

Hasil statistik menunjukkan bahwa secara simultan, kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost* berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum dan sesudah privatisasi. Hasil lain menunjukkan pengaruh signifikan dari kepemilikan pemerintah dan *working capital efficiency*, serta pengaruh negatif dari *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi. Setelah privatisasi, seluruh hasilnya menunjukkan pengaruh yang signifikan dari kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasi. Hasil *paired t-test*, menunjukkan bahwa hanya kepemilikan pemerintah yang mengalami perbedaan signifikan. Tingkat pengembalian investasi, *working capital efficiency*, dan *agency cost* tidak memiliki perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah privatisasi BUMN.

Kata kunci: tingkat pengembalian investasi, kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, *agency cost*, Badan Usaha Milik Negara (BUMN)

## ABSTRACT

**Oktafia U.S., Zelfi.** 2013: *The Influence of State Ownership, Working Capital Efficiency and Agency Cost On Return On Investment Of SOEs Before And After Privatization.*

*Advisors: (I) M. Yasser Arafat, SE, Akt., MM ; (II) Yunika Murdayanti, SE, M.Si*

*The purpose of this research is to examine and to analyze whether there are effects on state ownership, working capital efficiency and agency cost to SOE's financial performance before and after privatization by using return on investment measurements and to ensure that there's the difference between before and after privatization. The data collection was done through purposive sampling for all privatized SOEs in Indonesia. The unit of analysis in this research is organizations, that is privatized SOEs through IPO. The time horizon for this research is use three years before privatization and three years after privatization during the period of 2009-2011. The object of the research is the effect of SOE's ownership-wether is owned by the state, working capital efficiency and agency cost as well as its financial performance to post privatization effects. The statistic methods are multiple linear regression and pired sample t-test at the 5% level of significance. The hypotheses testing is two-tailed test.*

*The statistic result showed that simultaneously, state ownership, working capital efficiency, and agency cost has significant effect to SOE's return on investment before and after privatization. Meanwhile, partially the result refer to significant effect to state ownership and working capital efficiency, and negative effect to agency cost before privatization. After privatization, the result refer to significant effect to state ownership, working capital efficiency, and agency cost. The results of paired sample t-test, showed that only state ownership has significant increased. Return on investment, working capital efficiency, and agency cost has not significant difference between before and after SOEs privatization.*

**Keywords:** *return on investment, state ownership, working capital efficiency, agency cost, State-Owned Enterprise (SOE)*

## **KATA PENGANTAR**

Puji dan syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya kepada kita semua terutama kepada Penulis sehingga dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik dan tepat pada waktunya.

Skripsi ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat dalam mencapai gelar Sarjana Ekonomi dari Program Studi S1 Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta (UNJ).

Keberhasilan menyelesaikan proposal skripsi ini tidak lepas dari dukungan banyak pihak. Untuk itu penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Kedua Orangtuaku tercinta, Bapak Usman dan Ibu Yuliati, abang serta adik-adikku yang telah memberikan dukungan dan motivasi hingga terselesaikannya skripsi ini. Terima kasih atas doa dan dorongan yang telah diberikan. Untuk tante Ita dan om Mursam, yang telah membantu dan memberi semangat dari awal hingga akhir perkuliahan ini.
2. Bapak M. Yasser Arafat, SE, Akt, MM, selaku Dosen Pembimbing I dan Ibu Yunika Murdayanti, SE., M.Si, selaku Dosen Pembimbing II yang telah meluangkan waktunya selama proses bimbingan, memberi banyak masukan, pengarahan serta nasihat kepada penulis selama proses penelitian ini.
3. Bapak Unggul Purwohedhi, SE, M.Si, Ph.D selaku Ketua Jurusan Akuntansi, serta Ibu Nuramalia Hasanah, SE, M.Ak selaku dan Ketua Program Studi S1 Akuntansi.

4. Ibu Marsellisa Nindito, SE.Akt, M.Sc, Ibu Ratna Anggraini ZR, SE, Akt., M.Si, dan Ibu Nuramalia Hasanah, SE, M.Ak selaku tim penguji. Atas segala bentuk masukannya untuk penelitian ini agar menjadi lebih baik.
5. Almarhumah Ibu Dian Citra Aruna, SE, Akt yang semasa hidup beliau selalu memberikan semangat dan dukungan positif.
6. Seluruh dosen FE UNJ yang telah banyak membantu dan memberikan ilmu yang bermanfaat selama penulis duduk dibangku perkuliahan.
7. Seluruh karyawan dan staf Fakultas Ekonomi, khususnya Mba Vita yang telah banyak membantu proses administrasi selama perkuliahan.
8. Keluarga besar S1 Akuntansi Non-Regular 2009 yang selama hampir 4 tahun terakhir ini bersama-sama berjuang dalam perkuliahan terutama Rozania, Wulantika dan Tia Clarizka. Isyana K. Devi dan Rizki Utami.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kesempurnaan, untuk itu penulis mengharapkan kritik dan saran yang bersifat konstruktif demi perbaikan selanjutnya. Penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang memerlukan.

Jakarta, Juni 2013

Zelfi Oktafia U. S.

## DAFTAR ISI

<b>JUDUL .....</b>	<b>i</b>
<b>LEMBAR PENGESAHAN .....</b>	<b>ii</b>
<b>PERNYATAAN ORISINALITAS.....</b>	<b>iii</b>
<b>ABSTRAK .....</b>	<b>iv</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>v</b>
<b>KATA PENGANTAR.....</b>	<b>vi</b>
<b>DAFTAR ISI.....</b>	<b>viii</b>
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	<b>xi</b>
<b>DAFTAR GAMBAR.....</b>	<b>xii</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN .....</b>	<b>xiii</b>
<b>BAB I PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	7
1.3 Tujuan Penelitian.....	9
1.4 Manfaat Penelitian.....	10
<b>BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS</b>	
2.1 Kajian Pustaka.....	12
2.1.1 Badan Usaha Milik Negara (BUMN) .....	12
2.1.2 Privatisasi .....	15
2.1.2.1 <i>Innitial Public Offering</i> (IPO) .....	17
2.1.3 <i>Signalling Theory</i> .....	18
2.1.4 <i>Shareholder Value Theory</i> .....	20
2.1.5 <i>Agency Theory</i> .....	21
2.1.5.1 <i>Agency Cost</i> .....	23
2.1.6 Profitabilitas .....	25
2.1.7 Kepemilikan Pemerintah .....	28
2.1.8 <i>Working Capital Efficiency</i> .....	30
2.2 <i>Review</i> Penelitian Yang Relevan.....	35
2.3 Kerangka Pemikiran .....	37
2.4 Perumusan Hipotesis .....	41
<b>BAB III OBJEK DAN METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>43</b>
3.1 Objek dan Ruang lingkup penelitian .....	43
3.2 Metode penelitian .....	43
3.3 Operasionalisasi Variabel penelitian .....	44
3.3.1 Variabel Dependen .....	44
3.3.2 Variabel Independen .....	45
3.3.2.1 Kepemilikan Pemerintah .....	45
3.3.2.2 <i>Working Capital Efficiency</i> .....	45
3.3.2.3 <i>Agency Cost</i> .....	46
3.4 Metode Penentuan Populasi dan Sampel .....	46
3.4.1 Populasi .....	46
3.4.2 Sampel.....	46
3.5 Prosedur Pengumpulan Data .....	47

3.6 Metode Analisis.....	48
3.6.1 Statistik Deskriptif .....	48
3.6.2 Pengujian Asumsi Klasik .....	48
3.6.2.1 Uji Normalitas .....	48
3.6.2.2 Uji Multikolinearitas.....	49
3.6.2.3 Uji Heterokedastisitas .....	50
3.6.2.4 Uji Autokorelasi.....	51
3.6.4 Analisis Regresi Linear Berganda.....	51
3.6.5 Pengujian Hipotesis.....	52
3.6.5.1 Koefisien Determinasi (R <sup>2</sup> ).....	52
3.6.5.2 Uji Signifikansi Parsial ( Uji-t).....	52
3.6.5.3 Uji Signifikansi Simultan (Uji-F) .....	53
3.6.5.4 <i>Paired Sample T Test</i> .....	54
<b>BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>55</b>
4.1 Deskripsi Unit Analisis / Observasi .....	55
4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan .....	58
4.2.1 Hasil Pengujian Statistik Deskriptif.....	58
4.2.2 Uji Asumsi Klasik.....	62
4.2.2.1 Uji Normalitas .....	62
4.2.2.1.1 Uji Normalitas Sebelum Privatisasi.....	63
4.2.2.1.2 Uji Normalitas Sesudah Privatisasi .....	64
4.2.2.2 Uji Multikolinearitas .....	66
4.2.2.2.1 Uji Multikolinearitas Sebelum Privatisasi .....	67
4.2.2.2.2 Uji Multikolinearitas Sesudah Privatisasi.....	67
4.2.2.3 Uji Heterokedastisitas .....	68
4.2.2.3.1 Uji Heterokedastisitas Sebelum Privatisasi .....	68
4.2.2.3.2 Uji Heterokedastisitas Sesudah Privatisasi.....	70
4.2.2.4 Uji Autokorelasi .....	71
4.2.2.4.1 Uji Autokorelasi Sebelum Privatisasi.....	72
4.2.2.4.2 Uji Autokorelasi Sesudah Privatisasi .....	72
4.2.3 Analisis Regresi Berganda .....	73
4.2.3.1 Analisis Regresi Berganda Sebelum Privatisasi.....	74
4.2.3.2 Analisis Regresi Berganda Sesudah Privatisasi .....	75
4.2.4 Pengujian Hipotesis .....	76
4.2.4.1 Uji Simultan (F) .....	76
4.2.4.1.1 Uji F Sebelum Privatisasi .....	76
4.2.4.1.2 Uji F Sesudah Privatisasi .....	77
4.2.4.2 Uji Parsial (t) .....	78
4.2.4.2.1 Uji t Sebelum Privatisasi .....	78
4.2.4.2.2 Uji t Sesudah Privatisasi .....	79
4.2.4.3 Koefisien Determinasi (R <sup>2</sup> ) .....	80
4.2.5.2.1 Koefisien Determinasi Sebelum Privatisasi .....	80
4.2.5.2.2 Koefisien Determinasi Sesudah Privatisasi .....	80
4.2.4.4 Hasil Uji <i>Paired Sample t-test</i> .....	81
4.2.5 Pembahasan.....	83

<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN .....</b>	<b>103</b>
5.1 Kesimpulan.....	103
5.2 Keterbatasan Penelitian .....	108
5.3 Saran.....	108
 DAFTAR PUSTAKA .....	 110
LAMPIRAN-LAMPIRAN.....	113

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1	Penelitian Relevan..... 35
Tabel 4.1	Hasil Seleksi Sampel Untuk Data Sebelum Privatisasi .... 56
Tabel 4.2	Hasil Seleksi Sampel Untuk Data Sesudah Privatisasi ..... 56
Tabel 4.3	Hasil Seleksi Sampel Untuk Data Paired t-test..... 57
Tabel 4.4	Uji Statistik Deskriptif ..... 58
Tabel 4.5	Uji Statistik Skewness Kurtosis Sebelum Privatisasi ..... 63
Tabel 4.6	Uji Statistik Skewness Kurtosis Sesudah Privatisasi ..... 65
Tabel 4.7	Uji Multikolinearitas Untuk Data Sebelum Privatisasi..... 67
Tabel 4.8	Uji Multikolinearitas Untuk Data Sesudah Privatisasi ..... 67
Tabel 4.9	Hasil Uji Glejser Sebelum Privatisasi ..... 69
Tabel 4.10	Hasil Uji Glejser Sesudah Privatisasi..... 70
Tabel 4.11	Dasar Pengambilan Keputusan Autokorelasi..... 71
Tabel 4.12	Uji Autokorelasi Sebelum Privatisasi ..... 72
Tabel 4.13	Uji Autokorelasi Sesudah Privatisasi ..... 73
Tabel 4.14	Hasil Regresi Linear Berganda Sebelum Privatisasi..... 74
Tabel 4.15	Hasil Regresi Linear Berganda Sesudah Privatisasi ..... 75
Tabel 4.16	Uji ANOVA (Uji F) Sebelum Privatisasi ..... 76
Tabel 4.17	Uji ANOVA (Uji F) Sesudah Privatisasi ..... 77
Tabel 4.18	Uji t- Test Sebelum Privatisasi..... 78
Tabel 4.19	Uji t- Test Sesudah Privatisasi ..... 79
Tabel 4.20	Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) Sebelum Privatisasi ..... 80
Tabel 4.21	Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) Sesudah Privatisasi ..... 80
Tabel 4.22	Perubahan Kinerja Keuangan BUMN..... 81
Tabel 4.23	<i>Paired Sample t-test</i> ..... 82

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran .....	40
Gambar 4.1 Grafik Normal P-P Plot Sebelum Privatisasi .....	64
Gambar 4.2 Grafik Normal P-P Plot Sesudah Privatisasi .....	64
Gambar 4.3 Grafik Scatterplot SebelumPrivatisasi .....	68
Gambar 4.4 Grafik Scatterplot Sesudah Privatisasi .....	70

## DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1: Daftar Perusahaan Sampel.....	110
Lampiran 2: Data Perhitungan Variabel .....	112
Lampiran 3: Hasil SPSS Untuk <i>Paired Sample t-test</i> .....	116
Lampiran 4: Hasil SPSS Untuk Analisis Regresi Sebelum Privatisasi...	123
Lampiran 5: Hasil SPSS Untuk Analisis Regresi Sesudah Privatisais ...	127
Lampiran 6: Contoh Laporan Keuangan BUMN.....	127
Lampiran 7: Riwayat Hidup.....	138

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 LATAR BELAKANG**

Sebuah perusahaan dianggap memiliki kinerja baik jika bisa menghasilkan tingkat pengembalian investasi yang baik pula. Kinerja perusahaan memperlihatkan kemampuan perusahaan untuk memberikan keuntungan dari aset, ekuitas, maupun hutang. Kinerja perusahaan merupakan prestasi kerja perusahaan. Salah satu ukuran kinerja perusahaan adalah *Return on Investment* (ROI). ROI merupakan ukuran profitabilitas yang mengukur pengembalian atas aset yang diinvestasikan pada suatu perusahaan.

Dengan memiliki tingkat pengembalian investasi yang tinggi, tentu saja akan menarik minat investor untuk menanamkan sahamnya di perusahaan tersebut. Karena semakin tinggi tingkat pengembalian investasi, maka semakin tinggi pula laba yang dihasilkan dari investasi yang ditanamkan dalam perusahaan tersebut. Seiring bertambahnya modal yang berasal dari investor, maka perusahaan akan bisa mengembangkan ekspansi usahanya sehingga bisa lebih menghasilkan tingkat profitabilitas yang lebih tinggi lagi.

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) juga dituntut untuk dapat menghasilkan profitabilitas yang tinggi agar bisa bertahan dalam era yang semakin sulit dan tetap bisa memberikan pemasukan pada negara. Sehingga diperlukanlah suatu upaya untuk meningkatkan kinerja perusahaan salah satunya melalui privatisasi. Fenomena privatisasi BUMN sebenarnya

mendapat dukungan kuat dari beberapa teori, namun tetap tidak bisa dihindari penolakannya diberbagai kalangan masyarakat. Banyak yang menganggap privatisasi merugikan negara, privatisasi kepada pihak asing dianggap tidak nasionalis, dan belum adanya bukti tentang manfaat yang diperoleh dari privatisasi (Purwoko dalam Antonial, *et al*, 2009).

Tan (2007) dalam Toto (2011) menyatakan bahwa proses privatisasi sering mengalami kegagalan di negara berkembang karena motivasi politik lebih kuat dibandingkan keinginan untuk menyetatkan BUMN tersebut. Meskipun banyak penelitian yang sebagian menyimpulkan bahwa privatisasi dapat meningkatkan profitabilitas, dan sebagian lagi menyatakan bahwa kinerja perusahaan tidak terpengaruh oleh privatisasi. Jika privatisasi tidak memberikan manfaat nyata, mungkin sebaiknya harus dicarikan jalan keluar yang lain agar BUMN tetap dapat meningkatkan kinerjanya. Terlepas dari itu semua, privatisasi tetap dilakukan terhadap beberapa BUMN dengan harapan dapat meningkatkan profitabilitas dan menyetatkan BUMN itu sendiri.

Bentuk privatisasi yang sedang digencarkan oleh menteri BUMN Dahlan Iskan saat ini adalah *Initial Public Offering* (IPO). IPO merupakan penawaran saham perdana perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Tentunya ekspektasi setiap investor atas investasinya pada BUMN tersebut adalah memperoleh tingkat pengembalian investasi yang positif dengan tingkat risiko tertentu yang mereka terima. Investor akan sangat senang apabila mendapatkan tingkat pengembalian investasi yang semakin tinggi dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, investor sebaiknya mampu untuk memprediksi

berapa besar tingkat pengembalian investasi mereka dari informasi yang diberikan oleh perusahaan (Michell dan Megawati 2005). Untuk dapat mengolah dan memahami informasi tersebut, diperlukan latar belakang pendidikan dan pengetahuan yang memadai sehingga informasi yang dimiliki dapat digunakan secara tepat dalam pengambilan keputusan investasi.

Menurut berbagai *survey*, ternyata swasta sangat tertarik berinvestasi di BUMN karena tingkat akuntabilitasnya yang tinggi. Memang, tren yang sedang terjadi dikalangan masyarakat calon investor, bahwa segala produk investasi dari pemerintah terjamin untuk pengembalian investasinya. Sehingga mereka berpikir bahwa dengan menanamkan saham di BUMN pun akan terjamin pula pengembalian investasinya. Tingginya ekspektasi masyarakat atas kepemilikan pemerintah dalam produk investasi ternyata berbeda dengan apa yang terjadi dikalangan pengusaha.

Dalam sebuah kesempatan, Erwin Aksa (2012) ketua umum Himpunan Pengusaha Muda Indonesia, mengatakan bahwa tingkat pengembalian investasi di Indonesia lebih rendah dibandingkan dengan negara-negara ASEAN lainnya. Swasta justru lebih berorientasi pada proyek yang mendatangkan keuntungan serta tidak banyak melibatkan pemerintah. Pihak investor pun juga banyak yang mempertanyakan bagaimana kinerja BUMN untuk mengurangi tekanan dari pemerintah. Keinginan pihak swasta tersebut senada dengan tujuan privatisasi yang memang untuk meningkatkan profit dari BUMN dan juga untuk mengurangi campur tangan pemerintah yang

terlalu besar. Sebab, dengan berkurangnya kepemilikan pemerintah maka pihak manajemen akan lebih fokus kepada tujuan *profit maximazion*.

Seperti yang kita ketahui, BUMN lebih mementingkan kepentingan politik daripada kepentingan perusahaan untuk efisiensi ekonominya dan BUMN tidak bisa mengatasi masalah persaingan dari perusahaan lain. Dengan kata lain, keberadaan kepemilikan pemerintah dianggap sebagai penghalang bagi terwujudnya efisiensi dan profitabilitas BUMN. Namun, ada yang menentang pandangan tersebut bahwa jika tidak adanya pemegang saham pengendali yaitu kepemilikan pemerintah, akan mengakibatkan otonomi manajerial tidak dapat untuk memantau kegiatan pengelolaan suatu perusahaan (Lin et al dalam Muchammad, 2012). D'Souza dan Megginson (1998), Boubakri dan Cosset (1998), Eckel, dan Singal (1997) dan Megginson, Nash dan Randenborgh (1994) dalam Zaroni (2004) melaporkan bahwa semakin berkurang kepemilikan pemerintah pada BUMN semakin meningkat secara signifikan kinerja profitabilitas dan efisiensi BUMN tersebut.

Menurut peraturan pemerintah, penjualan saham pemerintah dalam BUMN kepada publik hanya diizinkan sebanyak tidak lebih dari 49%. Hal itu menyiratkan masih besarnya kekuasaan pemerintah yang terdapat dalam BUMN. Tentu saja ini akan menimbulkan konflik keagenan antara pemerintah dan investor. Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan biasanya akan rentan terhadap konflik keagenan, begitu pula dengan BUMN yang melakukan *go public*. Simon Wong (2006)

dalam Toto Pranoto, mengungkapkan bahwa terdapat *agency problem* yang tinggi pada BUMN di negara berkembang.

Untuk mengurangi terjadinya konflik keagenan, maka para pemegang saham harus rela mengeluarkan biaya pengawasan (*monitoring*) atau yang disebut dengan *agency cost*. Khaira Amalia (2010) menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa *agency cost* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja pada alpha 5%. Namun hasil penelitian tersebut tidak sejalan dengan Lin (2006) dan Wright et al. (2009) yang menemukan bahwa *agency cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROE, artinya bila *agency cost* dibiarkan membengkak, maka hal tersebut dapat mengurangi pencapaian keuntungan kompetitif yang berdampak negatif terhadap kinerja.

Pemilik saham tentu saja rela membayarkan sejumlah biaya untuk mengurangi konflik keagenan dan berharap pihak manajemen bisa memberikan hasil kinerja yang baik. Tentunya kinerja yang baik tersebut dapat terlihat dari bagaimana manajemen dalam mengelola beban operasional yang merupakan kewenangan mereka seutuhnya. Beban inilah yang kemudian disebut dengan *discretionary expense* dan menjadi proksi dalam menentukan *agency cost* (Lin dalam Khaira, 2010). Karena semakin tinggi beban tersebut, maka secara langsung *agency cost* juga akan meningkat. Jika rasio *discretionary expense* terhadap penjualan meningkat, dikhawatirkan akan berdampak pada laba dan mempengaruhi tingkat pengembalian investasi. Oleh karena itu diperlukan pengelolaan pusat beban yang baik dan seiring dengan pengelolaan modal kerja lainnya yang harus diutamakan juga.

Pengelolaan modal kerja sangat penting dalam perusahaan, karena meliputi pengambilan keputusan mengenai jumlah dan komposisi aktiva lancar dan bagaimana membiayai aktiva ini. Perusahaan yang tidak dapat memperhitungkan tingkat modal kerja yang memuaskan, maka perusahaan kemungkinan mengalami *insolvency* (tak mampu memenuhi kewajiban jatuh tempo) dan bahkan mungkin terpaksa harus dilikuidasi. Aktiva lancar harus cukup besar untuk dapat menutup hutang lancar sedemikian rupa, sehingga menggambarkan adanya tingkat keamanan (*margin safety*) yang memuaskan. Sementara itu, jika perusahaan menetapkan modal kerja yang berlebih akan menyebabkan perusahaan *overlikuid* sehingga menimbulkan dana menganggur yang akan mengakibatkan inefisiensi perusahaan, dan membuang kesempatan untuk menghasilkan tingkat pengembalian investasi yang tinggi.

Sebelum BUMN diprivatisasi, BUMN sangat tergantung pada subsidi pemerintah dan hak monopoli. Sehingga BUMN memiliki tingkat efisien yang rendah dan tidak memiliki daya saing dengan pihak swasta. Salah satu syarat untuk sukses diprivatisasi memang harus menunjukkan perbaikan sistem dan peningkatan efisiensi sehingga bisa menghasilkan profit yang besar. Pham dan Carlin (2008) menemukan bukti kuat bahwa terjadi peningkatan efisiensi modal kerja pada BUMN yang diprivatisasi.

Dengan tercapainya efisiensi, diharapkan investor dapat mengetahui perbandingan antara *input* (masukan) dan *output* (hasil antara keuntungan dengan sumber-sumber yang dipergunakan), seperti halnya juga hasil optimal

yang dicapai dengan penggunaan sumber yang terbatas untuk mencapai tingkat pengembalian investasi. Seharusnya peningkatan efisiensi modal kerja harus diiringi dengan peningkatan profitabilitas seperti hasil penelitian yang ditemukan oleh Chisti Khalid (2012). Namun Yusralaini, Amir Hasan, Imelga Helen (2009) dalam penelitiannya tidak menemukan ada pengaruh dari modal kerja terhadap profitabilitas.

Berdasarkan latar belakang dan fenomena di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul, “Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* Terhadap Tingkat Pengembalian Investasi Pada BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi ”

## 1.2 PERUMUSAN MASALAH

Penelitian ini akan menguji pengaruh dari kepemilikan pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi. Berdasarkan uraian di atas, maka masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah terdapat perbedaan dari tingkat pengembalian investasi pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi?
2. Apakah terdapat perbedaan dari kepemilikan pemerintah pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi ?
3. Apakah terdapat perbedaan dari *Working Capital Efficiency* pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi ?

4. Apakah terdapat perbedaan dari *Agency Cost* pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi ?
5. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi?
6. Apakah terdapat pengaruh *Working Capital Efficiency* terhadap tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi?
7. Apakah terdapat pengaruh *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi?
8. Apakah secara simultan terdapat pengaruh antara kepemilikan pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi ?
9. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi ?
10. Apakah terdapat pengaruh *Working Capital Efficiency* terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi ?
11. Apakah terdapat pengaruh *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi ?
12. Apakah secara simultan terdapat pengaruh antara kepemilikan pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi ?

### 1.3 TUJUAN PENELITIAN

Adapun tujuan yang ingin dicapai penulis dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan dari tingkat pengembalian investasi pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan dari kepemilikan pemerintah pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi.
3. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan dari *Working Capital Efficiency* pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi.
4. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan dari *Agency Cost* pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi.
5. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi.
6. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *Working Capital Efficiency* terhadap tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi.
7. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi.
8. Untuk mengetahui apakah secara simultan terdapat pengaruh antara kepemilikan pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi.
9. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi.

10. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *Working Capital Efficiency* terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi.
11. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi.
12. Untuk mengetahui apakah secara simultan terdapat pengaruh antara kepemilikan pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi.

#### **1.4 MANFAAT PENELITIAN**

1. Bagi masyarakat, penelitian ini diharapkan dapat menambah bukti empiris tentang konsep IPO dan dari sisi tingkat pengembalian investasi pada BUMN. Sehingga masyarakat dapat meningkatkan pemahaman mengenai privatisasi dan mampu mengarahkan respon tentang privatisasi secara bijaksana dan memadai.
2. Bagi akademisi, sebagai tambahan pengetahuan dan informasi rujukan mengenai privatisasi BUMN di Indonesia khususnya pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi dan meningkatkan perhatian terhadap topik ini yang diharapkan mampu mendorong penelitian-penelitian selanjutnya yang lebih baik.
3. Bagi pemegang saham dan calon investor, hasil penelitian ini bisa sebagai informasi untuk pertimbangan keputusan investasi bagi investor yang tertarik untuk menanamkan saham di BUMN terkait dengan tingkat pengembalian investasi.

4. Bagi Pemerintah, khususnya Kementerian Negara BUMN sebagai masukan yang bermanfaat dalam menentukan kebijakan praktik privatisasi BUMN di Indonesia.

## **BAB II**

### **KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS**

#### **2.1 Kajian Pustaka**

##### **2.1.1 Badan Usaha Milik Negara (BUMN)**

Keberadaan BUMN di Indonesia seiring dengan dinamika politik tanah air yaitu dimulai dari pembentukan pemerintahan presidensial pada November 1957, Presiden Soekarno mengumumkan penyatuan Irian Barat dan nasionalisasi perusahaan-perusahaan Belanda yang beroperasi di Indonesia yang diperkuat oleh penerbitan UU No.19 PRP/1960 tentang Perusahaan Negara. Dasar pembentukan BUMN adalah Undang-Undang Dasar 1945 pasal 33 yang berbunyi:

1. Perekonomian disusun sebagai usaha bersama berdasarkan asas kekeluargaan.
2. Cabang-cabang produksi yang penting bagi negara dan yang menguasai hajat hidup orang banyak dikuasai oleh negara.
3. Bumi dan air dan kekayaan alam yang terkandung di dalamnya dikuasai oleh negara dan dipergunakan untuk sebesar-besarnya kemakmuran rakyat.
4. Perekonomian nasional diselenggarakan berdasar atas demokrasi ekonomi dengan prinsip kebersamaan, efisiensi berkeadilan, berkelanjutan, berwawasan lingkungan, kemandirian serta dengan menjaga keseimbangan kemajuan dan kesatuan ekonomi nasional.

Pengertian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) menurut Keputusan Menteri BUMN No.KEP-100/MBU/2002 adalah badan usaha milik negara yang berbentuk perusahaan (Persero) sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Pemerintah Nomor 12 Tahun 1998. Perusahaan Umum (Perum), sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Pemerintah No.13 tahun 1998. Sedangkan dalam UU Nomor 19 Tahun 2003 disebutkan bahwa BUMN adalah badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan.

Bentuk Badan Usaha Milik Negara menurut fungsi sosial ekonomi :

#### 1. Perusahaan Umum (Perum)

Menurut PP Nomor 13 Tahun 1998 dan UU Nomor 19 Tahun 2003 adalah BUMN yang dibentuk berdasarkan UU Nomor 9 Tahun 1969 yang mana seluruh modalnya dimiliki negara berupa kekayaan negara yang dipisahkan dan tidak terbagi atas saham. Tujuan Perum adalah menyelenggarakan usaha yang bertujuan untuk kemanfaatan umum berupa penyediaan barang dan atau jasa yang bermutu tinggi sekaligus memupuk keuntungan berdasarkan prinsip pengelolaan perusahaan.

#### 2. Perusahaan Perseroan Terbuka (Persero)

Menurut UU Nomor 19 Tahun 2003 dan PP Nomor 12 Tahun 1998 adalah BUMN yang dibentuk berdasarkan UU Nomor 9 Tahun 1969 yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) sebagaimana dimaksud dalam UU Nomor 1 Tahun 1995 yaitu minimal 51% sahamnya dimiliki oleh negara dan tujuan utamanya mengejar keuntungan guna meningkatkan nilai

perusahaan dan menyediakan barang dan jasa bermutu tinggi dan berdaya saing kuat. KEP-100/MBU/2002 mengelompokkan BUMN ke dalam kategori jasa keuangan yaitu yang bergerak dalam bidang usaha perbankan, asuransi, jasa pembiayaan, dan jasa penjaminan. Sektor ini memiliki rasio keuangan yang berbeda dari sektor barang dan jasa yang lain sehingga akan sulit untuk diperbandingkan. Sektor non jasa keuangan terdiri dari infrastruktur dan noninfrastruktur.

BUMN non infrastruktur adalah BUMN yang bergerak di luar bidang BUMN infrastruktur contoh telekomunikasi, konstruksi, pariwisata, perkebunan, pertanian, farmasi, niaga, pertambangan dan lain-lain. Pendirian BUMN menurut UU Nomor 19 Tahun 2003 pasal 2 memiliki tujuan antara lain:

1. Memberi kontribusi bagi perkembangan perekonomian nasional secara umum.
2. Menjadi salah satu sumber pendapatan negara melalui penerimaan pajak, deviden dan privatisasi.
3. Mengejar keuntungan.
4. Menyelenggarakan pelayanan publik berupa barang dan jasa yang memadai bagi pemenuhan hajat hidup orang banyak.
5. Sebagai perintis dalam kegiatan usaha yang membutuhkan modal besar yang belum dapat dijalankan oleh sektor swasta dan koperasi.
6. Berperan aktif dalam membina dan memberdayakan pengusaha golongan ekonomi lemah, UKM, koperasi dan masyarakat.

Kontribusi BUMN terhadap penerimaan negara bukan hanya berasal dari deviden dan keuntungan kegiatan usaha yang diperoleh BUMN tersebut. Pajak yang dibayarkan oleh BUMN merupakan salah satu penerimaan negara. Pajak yang harus dibayarkan BUMN antaranya adalah sebagai berikut:

- 1) Pajak penghasilan berdasarkan Undang-Undang No. 17 Tahun 2000 Tentang Pajak Penghasilan dan
- 2) Pajak Bumi dan Bangunan berdasarkan Undang-Undang No. 12 Tahun 1944 Tentang Pajak Bumi dan Bangunan.

Pada tanggal 23 September 2008, Presiden Republik Indonesia dan Menkumham telah menandatangani dan mengundangkan Undang-Undang Pajak No. 36 tahun 2008 tentang Perubahan Keempat atas Undang-Undang Pajak No. 7 tahun 1983 tentang PPh. Peraturan ini mengatur pengenaan tarif tunggal untuk perhitungan pajak badan sebesar 28% di tahun 2009 (dimana sebelumnya dihitung dengan tarif progresif dari 10% sampai 30%), dan 25% di tahun 2010. Pada tanggal 31 Desember 2009 dan 2008, Perusahaan dan anak perusahaan telah menghitung efek dari perubahan tarif atas perhitungan aset dan kewajiban pajak tangguhnya sesuai dengan estimasi realisasinya.

### **2.1.2 Privatisasi**

Kamus Besar Bahasa Indonesia menyebutkan privatisasi sebagai proses, cara, perbuatan dari milik negara menjadi milik perseorangan. Menurut Indra Bastian (2002:19), pengertian privatisasi adalah pemindahan permanen aktivitas produksi barang dan jasa yang dilakukan oleh perusahaan negara ke

perusahaan swasta atau dalam bentuk organisasi non-publik secara keseluruhan. Menurut Kepres RI No.122 tahun 2001, privatisasi adalah pengalihan atau penyerahan sebagian kontrol atas sebuah BUMN kepada swasta antara lain melalui cara penawaran umum, penjualan saham secara langsung kepada mitra strategis, penjualan saham perusahaan kepada karyawan dan atau cara-cara lain yang dipandang tepat.

UU No.19 tahun 2003 dan PP No.33 tahun 2003 menyebutkan privatisasi adalah penjualan saham Persero, yang bergerak di sektor kompetitif yaitu industri atau sektor usaha yang tidak diatur dalam peraturan pemerintah bahwa industri tersebut khusus atau hanya boleh diusahakan oleh BUMN saja dan sektor usaha yang memiliki unsur teknologi cepat berubah sehingga memerlukan investasi yang sangat besar untuk menggantinya, baik sebagian maupun seluruhnya kepada pihak lain dalam rangka meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, memperbesar manfaat bagi negara dan masyarakat serta memperluas kepemilikan saham oleh masyarakat.

Secara akademik seperti yang dijelaskan oleh Tony Prasentono (2003) dalam Toto Pranoto (2000), privatisasi memiliki perlindungan teori yang kuat, Beberapa argumen yang mendukung privatisasi BUMN didasarkan kepada akar teori kegagalan pemerintah dalam mengelola perekonomian (*government failure*), teori pilihan publik, teori *property right*, teori efisiensi, teori monopoli, hubungan *principal-agent*, serta masalah insentif. Masalah pertama terkait kegagalan pemerintah dalam mengelola ekonomi terkait dengan diberikannya hak monopoli kepada BUMN sehingga sering menyebabkan

BUMN menjadi tidak efisien. Sementara *property right* yang diberikan kepada pihak swasta dapat menciptakan insentif bagi terciptanya efisiensi perusahaan. Masalah *agency theory* terkait hubungan *principal-agent* dimana ketidakjelasan pendefinisian tentang *owner* sering menjadi bahan politisasi yang merugikan BUMN. Secara umum pendapat ini sejalan dengan apa yang telah dikemukakan oleh Osborne dan Gaebler (1992) dalam *reinventing government* dimana pemerintah diminta fokus pada pekerjaannya dan tidak mengurus hal yang diluar *core competence*-nya.

Privatisasi BUMN dapat dilaksanakan dengan memilih strategi yang paling cocok, sesuai dengan tujuan privatisasi, jenis BUMN, kondisi BUMN, serta situasi sosial politik dari suatu negara. Beberapa strategi yang dapat dipilih menurut Syahrir Ika dan Agunan P Samosir (2002), antara lain *Public Offering*, *Private Sale*, *New Private Investment*, *Sale of Assets*, *Fragmentation*, *Management/Employee Buy Out*, Kontrak manajemen, Kontrak/sewa aset, *Likuidasi*, *Innitial Public Offering*, *Right Issue (RI)*, *Strategic Sale*, dan *Other Private Offering*.

#### **2.1.2.1 Innitial Public Offering (IPO)**

Penawaran umum adalah penjualan saham suatu perusahaan melalui pasar pasar modal sampai dengan 100% dari kepemilikan saham perusahaan tersebut. Penjualan saham di pasar modal yang dilakukan untuk pertama kalinya dikenal dengan istilah Penawaran Umum Perdana atau *Initial Public Offering (IPO)* (Indra Bastian, 2002:171). Saham-saham tersebut dapat

berupa saham yang telah ada maupun saham baru. Apabila saham baru yang dijual maka tujuan privatisasi dicapai dengan *dilution*, apabila mayoritas saham dimiliki oleh investor swasta. Penjualan kurang dari 100% ini dapat dilakukan apabila:

1. Nilai perseroan tersebut relatif lebih tinggi dibandingkan daya serap.
2. Pasar enggan menyerap volume yang terlalu tinggi seperti misalnya saham telekomunikasi.
3. Apabila ada penilaian bahwa harga saham yang lebih tinggi dapat dicapai dalam jangka waktu dekat.

IPO ini akan mendatangkan keuntungan yaitu adanya sifat transparansi dan memberikan kesempatan yang sama bagi semua pihak untuk ikut membeli saham-saham BUMN, termasuk bagi investor asing. Setelah perusahaan-perusahaan BUMN melakukan IPO maka perusahaan-perusahaan tersebut harus menanggung kewajiban baru yang harus dilaksanakan. Selain ketentuan-ketentuan administratif yang diatur dalam undang-undang pasar modal serta ketentuan-ketentuan pemerintah lainnya, pihak manajemen juga harus mulai memperhatikan tanggung jawab yang diembannya kepada masyarakat.

### **2.1.3 Signalling Theory**

*Signalling Theory* (Teori Sinyal) Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Michael Spence. Menurutnya, teori sinyal dengan memberikan suatu sinyal, pihak pengirim (pemilik informasi) berusaha memberikan potongan informasi

relevan yang dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima. Pihak penerima kemudian akan menyesuaikan perilakunya sesuai dengan pemahamannya terhadap sinyal tersebut. Penggunaan teori ini dalam penelitian terkait pasar modal pertama kali dilakukan oleh Leland dan Pyle pada 1977. Dalam penelitian tersebut, dianalisis peranan sinyal dalam proses IPO (*Initial Price Offering* atau Penawaran Saham Perdana). Perusahaan yang memiliki prospek bagus mengirimkan sinyal yang jelas dan terpercaya kepada pasar pada saat *go public* sehingga mampu memperoleh respon yang baik (Ulfi dan Nanik, 2011).

Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Manajer memberikan informasi melalui laporan keuangan bahwa mereka menerapkan kebijakan akuntansi konservatisme yang menghasilkan laba yang lebih berkualitas karena prinsip ini mencegah perusahaan melakukan tindakan membesar-besarkan laba dan membantu pengguna laporan keuangan dengan menyajikan laba dan aktiva yang tidak *overstate*.

Informasi yang diterima oleh investor terlebih dahulu diterjemahkan sebagai sinyal yang baik (*good news*) atau sinyal yang buruk (*bad news*). Tingkat laba yang dilaporkan perusahaan melalui laporan laba rugi dapat diterjemahkan menjadi sinyal baik maupun sinyal yang buruk. Apabila laba yang dilaporkan oleh perusahaan meningkat maka informasi tersebut dapat dikategorikan sebagai sinyal baik karena mengindikasikan kondisi perusahaan yang baik. Sebaliknya apabila laba yang dilaporkan menurun maka perusahaan berada dalam kondisi tidak baik sehingga dianggap sebagai sinyal yang buruk.

#### 2.1.4 *Shareholder Value Theory*

Adrian Sutedi (2012:28) dalam bukunya, menjelaskan bahwa menurut *shareholder value theory* ini, tanggung jawab yang paling mendasar dari direksi adalah bertindak untuk kepentingan meningkatkan nilai (*value*) dari pemegang saham. Argumentasinya adalah jika perusahaan mementingkan kepentingan pemasok, pelanggan, karyawan, dan lingkungannya, maka nilai yang didapatkan oleh pemegang saham akan semakin sedikit, sehingga berjalannya pengurusan oleh direksi harus mempertimbangkan kepentingan pemegang sahamnya untuk memastikan kesehatan perusahaan dalam jangka panjang termasuk peningkatan nilai pemegang sahamnya.

Suatu perusahaan *California Public Employees Retirement System* (CalPERS) sebuah perusahaan dana pensiun publik terbesar di Amerika Serikat yang mempelopori berlakunya teori *shareholder value* ini dengan filosofinya:

*“Corporate governance has become a powerful force in American Business over the short span of the two decades. The movement may be best described as the prudent exercise of ownership right, toward the goal of increased share value”*

Dengan demikian, jelas bahwa pemikiran CalPERS yang paling utama adalah bahwa pemegang saham harus dapat bertindak sebagai pemilik dan secara aktif dapat mengambil keuntungan dalam peningkatan nilai portofolio efek yang dimilikinya.

Dengan kata lain, *Shareholder Value* merupakan suatu konsepsi dalam tata kelola organisasi korporasi yang menyatakan bahwa kepentingan pemegang

saham merupakan prioritas utama. “Utama” dalam hal ini dibandingkan dengan kepentingan orang, kelompok lain atau masyarakat pada umumnya. Teori ini mengatakan bahwa segala kegiatan pengelolaan korporasi atau perusahaan ditujukan bagi penciptaan laba yang sebesar-besarnya bagi pemegang saham. Direksi atau pengurus ditunjuk dan dipercayakan untuk mengurus dan mengelola semua sumber daya perusahaan demi profit atau laba bagi pemegang saham alias pemilik perusahaan.

Jadi, *Shareholder* atau pemilik sah atas saham (*legal owner*) merupakan pihak yang memiliki hubungan struktural dengan perseroan dan mempunyai kewenangan untuk mengendalikan perseroan demi kepentingan pemegang saham atau pemilik modal/perseroan. Dalam penelitian ini, pemerintah merupakan pemegang saham dominan dalam BUMN. Sehingga pemerintah memiliki wewenang dan pengaruh yang besar atas semua kegiatan operasional perusahaan.

#### **2.1.5 Agency Theory**

Inti dari hubungan keagenan adalah adanya pemisahan status antara pemilik dan pengelola perusahaan menimbulkan suatu masalah yang biasa disebut *agency problem*, terjadi antara pemilik perusahaan atau *shareholders* di satu sisi dengan manajemen selaku pengelola di sisi lain. Dalam konsep *agency theory*, manajemen sebagai agen semestinya menjunjung tinggi kepentingan *shareholders*, akan tetapi tidak tertutup kemungkinan manajemen hanya mementingkan kepentingannya sendiri untuk memaksimalkan *utilitas*.

Manajemen bisa melakukan tindakan-tindakan yang tidak menguntungkan perusahaan seperti penyalahgunaan kewenangan, penggelapan sumber daya yang secara keseluruhan dalam jangka panjang dapat merugikan kepentingan perusahaan. Perbedaan kepentingan antara pemilik dan pengelola inilah yang disebut *agency problem* (Jensen dan Meckling, 1976).

Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa hubungan antara pemegang saham dan manajer memberikan gambaran yang utuh mengenai hubungan agensi. Hubungan agensi ini berkaitan dengan pemisahan kepemilikan dan pengawasan dalam struktur perusahaan. Adanya perilaku dari manajer/agen untuk bertindak hanya untuk menguntungkan dirinya sendiri dengan mengorbankan kepentingan pihak lain/pemilik, dapat terjadi karena manajer mempunyai informasi yang lengkap mengenai perusahaan, sedangkan informasi tersebut tidak dimiliki oleh pemilik perusahaan/*shareholders* (*asymetric information*).

Adanya *asymetric information* dan sikap mementingkan diri sendiri pada manajer/agen, memungkinkan mereka untuk mengambil keputusan dan kebijakan yang kurang bermanfaat bagi perusahaan. Adanya kondisi ini menimbulkan tata kelola perusahaan yang kurang sehat karena tidak adanya keterbukaan dari manajemen untuk mengungkapkan hasil kinerjanya kepada pemilik perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa konflik keagenan yang terjadi antara *principal* dan *agent* menyebabkan adanya *agency cost* yang terdiri dari biaya pengawasan oleh *principal*, biaya perikatan oleh *agent* dan

kerugian residual (*residual loss*). Kerugian residual ini adalah pengurangan kekayaan yang dimiliki oleh *principal* sebagai akibat perbedaan keputusan – keputusan yang diambil oleh *agent* dan keputusan – keputusan yang akan memaksimalkan kekayaan perusahaan *principal*.

Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja untuk kepentingan pemegang saham, maka pemegang saham harus mengeluarkan sejumlah biaya untuk memonitor kegiatan manajer, sehingga manajer dapat bekerja sesuai dengan keinginan dari pemegang saham. *Monitoring* ini dimaksudkan sebagai mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan–kepentingan yang terkait. Seluruh yang dikeluarkan ini yang disebut biaya keagenan/*agency cost*.

#### **2.1.5.1 Agency Cost**

Konflik-konflik keagenan dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pengawasan, pengontrolan dan mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Namun mekanisme tersebut menimbulkan biaya-biaya yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), biaya keagenan adalah biaya-biaya yang ditanggung oleh pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimumkan

pemegang saham. Sedangkan menurut Brigham (1997), *agency cost* adalah seluruh biaya yang dikeluarkan untuk memonitoring manajer. Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency cost* dapat berupa :

1. Pengeluaran untuk memantau tindakan manajer (*the monitoring expenditure by the principal*).

2. *The bonding Cost*

Biaya yang dikeluarkan oleh *principal* untuk mengendalikan terhadap *agent*, sehingga kemungkinan timbulnya perilaku yang tidak dikendaki semakin kecil.

3. *Residual Lost*

Pengorbanan karena hilangnya/berkurangnya kesempatan untuk memperoleh laba karena dibatasinya kewenangan atau adanya perbedaan keputusan antara *principal* dan *agent*.

Robert Anthony (2005:176) dalam bukunya, menjelaskan bahwa terdapat pusat tanggung jawab yang merupakan sistem pengendalian dan pemberian tanggung jawab kepada subunit organisasi yang harus mencerminkan strategi organisasi. Komponen pusat tanggung jawab terdiri dari pusat pendapatan dan pusat beban.

Dalam pusat beban, majemen memiliki tanggung jawab dan wewenang penuh dalam mengorganisasikan penggunaan biaya sehingga akan menimbulkan konflik agensi. Rasio *Discretionary expense* terhadap penjualan merupakan proksi untuk mengetahui besaran *agency cost* yang digunakan dalam penelitian ini. *Discretionary expense* adalah beban yang

dikeluarkan berdasarkan kebijaksanaan seorang manajer (Lin, dalam Khaira, 2010). Beban ini meliputi beban operasi, beban non operasi, beban bunga, serta gaji dan upah. Rasio beban operasi, umum dan administrasi merefleksikan diskresi manajerial dalam membelanjakan sumber daya perusahaan. Semakin besar *discretionary expense* yang terjadi, maka akan semakin besar pula biaya agensi (*agency cost*) yang harus ditanggung oleh pemegang saham.

Rumus yang akan digunakan untuk dapat mengetahui besarnya *agency cost* yang diprosikan melalui *discretionary expense* dengan menggunakan rasio sebagai berikut (Lin, dalam Khaira, 2010):

$$\frac{\text{Discretionary Expense}}{\text{Penjualan Bersih}}$$

#### **2.1.6 Profitabilitas**

Melakukan interpretasi atas laporan keuangan berarti menganalisis laporan keuangan perusahaan akan bermanfaat untuk mengetahui kondisi dan perkembangan keuangan perusahaan tersebut. Salah satunya menggunakan rasio keuangan yaitu penulisan ulang data akuntansi ke dalam bentuk perbandingan dalam rangka mengidentifikasi kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan (Arthur J Keown, 2008). Salah satu rasio keuangan adalah rasio profitabilitas.

Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba

yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi. Terdapat beberapa jenis rasio profitabilitas yang dapat digunakan. Masing-masing jenis rasio profitabilitas digunakan untuk menilai serta mengukur posisi keuangan perusahaan dalam suatu periode tertentu atau untuk beberapa periode. Berikut ini adalah beberapa rasio yang digunakan untuk mengukur profitabilitas:

#### 1. *Gross Profit Margin* (GPM)

Rasio *gross profit margin* atau margin keuntungan kotor berguna untuk mengetahui keuntungan kotor perusahaan dari setiap barang yang dijual. *Gross profit margin* sangat dipengaruhi oleh harga pokok penjualan. Apabila harga pokok penjualan meningkat maka *gross profit margin* akan menurun, begitu pula sebaliknya. Dengan kata lain, ratio ini mengukur efisiensi pengendalian harga pokok atau biaya produksinya, mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk memproduksi secara efisien.

Menurut Kasmir (2012:199), formulasi dari *gross profit margin* atau GPM adalah sebagai berikut:

$$\text{GPM} = \frac{\text{Penjualan} - \text{Harga Pokok Penjualan}}{\text{Penjualan}} \times 100\%$$

#### 2. *Net Profit Margin* (NPM)

*Net Profit Margin* menggambarkan besarnya laba bersih yang diperoleh perusahaan pada setiap penjualan yang dilakukan. Dengan kata lain rasio ini mengukur laba bersih setelah pajak terhadap penjualan.

Menurut Kasmir (2012:200), formulasi dari *net profit margin* adalah sebagai berikut:

$$\text{NPM} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Penjualan}} \times 100\%$$

### 3. *Return On Investment* (ROI)

*Return On Investment* atau *return on assets* menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan. Rasio ini memberikan ukuran yang lebih baik atas profitabilitas perusahaan karena menunjukkan efektifitas manajemen dalam menggunakan aktiva untuk memperoleh pendapatan.

Analisa *Return on Investment* (ROI) dalam analisa keuangan mempunyai arti yang sangat penting sebagai salah satu teknik analisa keuangan yang bersifat menyeluruh/komprehensif. Analisa ROI ini sudah merupakan teknik analisa yang lazim digunakan oleh pimpinan perusahaan untuk mengukur efektifitas dari keseluruhan operasi perusahaan. ROI sendiri adalah salah satu bentuk dari rasio profitabilitas yang dimaksudkan untuk dapat mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasi perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Dengan demikian, *Return on Investment* (ROI) menghubungkan keuntungan yang diperoleh dari operasi perusahaan (*Net Operating Income*) dengan jumlah investasi atau aktiva yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan operasi tersebut (*Net Operating Asstes*). Sebutan lain untuk ROI adalah “*Net Operating Profit Rate Of Return*” atau “*Operating Earning Power*” (Munawir, 2007:89).

Menurut Kasmir (2012:202), formulasi dari *return on investment* atau ROI adalah sebagai berikut:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

#### 4. Return on Equity (ROE)

*Return on Equity* atau *return on net worth* mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi para pemegang saham perusahaan atau untuk mengetahui besarnya kembalian yang diberikan oleh perusahaan untuk setiap rupiah modal dari pemilik. Rasio ini dipengaruhi oleh besar kecilnya utang perusahaan, apabila proporsi utang makin besar maka rasio ini juga akan makin besar. Menurut Kasmir (2012:204), formulasi dari *return on equity* adalah sebagai berikut :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Ekuitas}} \times 100\%$$

#### 2.1.7 Kepemilikan Pemerintah

Pengertian dari Badan Usaha Milik Negara (BUMN) berdasarkan Pasal 1 angka 1 UU No. 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara (“UU BUMN”) adalah badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan. Berdasarkan ketentuan tersebut, jelas bahwa yang disebut BUMN adalah perusahaan yang modalnya dimiliki oleh Negara melalui penyertaan secara langsung. Kemudian, yang dimaksud dengan Persero adalah BUMN yang berbentuk perseroan terbatas yang modalnya terbagi dalam saham yang seluruh atau paling sedikit 51% (lima puluh satu persen)

sahamnya dimiliki oleh Negara Republik Indonesia yang tujuan utamanya mengejar keuntungan (Pasal 1 angka 2 UU BUMN).

Pada beberapa persero, pemerintah telah melakukan perubahan mendasar pada kepemilikannya dengan membuat persero tersebut menjadi perusahaan terbuka yang sahamnya bisa dimiliki oleh publik. Perusahaan Perseroan Terbuka, yang selanjutnya disebut Persero Terbuka, adalah Persero yang modal dan jumlah pemegang sahamnya memenuhi kriteria tertentu atau Persero yang melakukan penawaran umum sesuai dengan peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.

Jadi, secara umum dapat ditarik kesimpulan bahwa kepemilikan saham pemerintah adalah jumlah saham perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah seperti yang juga dijelaskan oleh Megginson, et al (2001). Mayoritas sahamnya dimiliki oleh pemerintah sehingga *stakeholder* utama perusahaan ini adalah pemerintah. Melalui kepemilikan saham ini pemerintah berhak menetapkan direktur perusahaan. Selain itu pemerintah dapat mengendalikan kebijakan yang diambil oleh manajemen agar sesuai dengan kepentingan/aspirasi pemerintah.

Formulasi untuk menghitung besarnya kepemilikan saham pemerintah dalam BUMN dihitung berdasarkan total lembar saham yang dimiliki pemerintah menurut Robert Ang (1997:5).

### 2.1.8 Working Capital Efficiency

Munawir (2007:114) menjelaskan bahwa suatu analisa terhadap sumber dan penggunaan modal kerja sangat penting bagi pihak internal maupun eksternal. Selain memiliki hubungan yang erat dengan operasi perusahaan sehari-hari, ini juga dapat menunjukkan tingkat keamanan atau *margin of safety* para kreditur terutama kreditur jangka pendek. Adanya modal kerja yang cukup sangat penting bagi suatu perusahaan karena dengan modal kerja yang cukup, maka akan memungkinkan bagi perusahaan untuk beroperasi dengan seekonomis mungkin dan perusahaan tidak akan mengalami kesulitan yang disebabkan karena adanya krisis atau kesulitan *financial*.

Mengenai pengertian modal kerja, dikemukakan oleh beberapa ahli, antara lain: Eugene. F Brigham, Joel. F Houston (2006:131). Modal kerja atau kadang-kadang disebut juga modal kotor, sebenarnya adalah aktiva lancar yang digunakan dalam operasi. Mengenai pengertian modal kerja terdapat beberapa konsep, yaitu (Munawir, 2007:114-116):

#### 1. Konsep Kuantitatif

Konsep ini mendasarkan pada kuantitas dari dana yang tertahan dalam unsur-unsur aktiva lancar dimana aktiva ini merupakan aktiva yang sekali berputar kembali dalam bentuk semula atau aktiva dimulai dari yang tertanam di dalamnya akan dapat bebas lagi dalam waktu yang pendek. Dalam konsep ini, tidak mementingkan kualitas dari modal kerja, sehingga dengan modal kerja yang besar tidak mencerminkan *margin of*

*safety* dari kreditur jangka pendek. Dengan demikian modal kerja dalam konsep ini adalah keseluruhan dari jumlah aktiva lancar.

$$\text{Modal Kerja} = \text{Jumlah Aktiva Lancar}$$

## 2. Konsep kualitatif

Dalam konsep ini pengertian modal kerja juga dikaitkan dengan besarnya jumlah utang lancar atau utang yang harus segera dibayar. Dengan demikian maka sebagian dari aktiva lancar harus disediakan untuk memenuhi dana dalam membagikan aktiva lancar ini tidak boleh digunakan untuk membayar operasi perusahaan untuk menjaga likuiditasnya. Definisi ini bersifat kualitatif karena menunjukkan tersedianya aktiva lancar yang lebih besar daripada hutang lancarnya dan menunjukkan pula *margin of protection* atau tingkat keamanan bagi para kreditur jangka pendek.

$$\text{Modal Kerja} = \text{Aktiva Lancar} - \text{Hutang Lancar}$$

## 3. Konsep Fungsional

Konsep ini menitik beratkan pada fungsi dalam menghasilkan penghasilan langsung (*current income*). Dan pengertian modal kerja menurut konsep ini adalah dana yang digunakan oleh perusahaan untuk menghasilkan *current income* sesuai dengan tujuan didirikannya perusahaan pada suatu periode tertentu. Pada dasarnya dana-dana yang dimiliki oleh suatu perusahaan seluruhnya akan digunakan untuk menghasilkan laba sesuai dengan usaha pokok perusahaan, tapi tidak semua dana digunakan.

Dari aktiva tetap yang menjadi bagian dari modal kerja tahun ini adalah sebesar penyusutan aktiva-aktiva tersebut untuk tahun ini. Harga pokok dari barang yang dijual tersebut merupakan unsur modal kerja, tetapi merupakan modal kerja yang potensial.

Modal kerja yang cukup akan menguntungkan perusahaan, disamping memungkinkan bagi perusahaan untuk beroperasi secara ekonomis atau efisien dan perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan juga akan memberikan beberapa keuntungan (Munawir, 2007:16) yaitu :

1. Melindungi perusahaan terhadap krisis modal kerja karena turunnya nilai dari aktiva lancar.
2. Modal kerja yang cukup memungkinkan perusahaan untuk membayar semua kewajiban-kewajiban tepat pada waktunya.
3. Modal kerja yang cukup memungkinkan perusahaan untuk memelihara “*Credit standing*” perusahaan yaitu penilaian pihak ketiga, misalnya bank dan para kreditor akan kelayakan perusahaan untuk menghadapi situasi darurat seperti dalam hal terjadi : pemogokan, banjir dan kebakaran.
4. Memungkinkan perusahaan untuk dapat beroperasi dengan lebih efisien karena tidak ada kesulitan untuk memperoleh barang ataupun jasa yang dibutuhkan.

Pengertian efisiensi berhubungan erat dengan konsep produktivitas. Pengukuran efisiensi dilakukan dengan menggunakan perbandingan antar output yang dihasilkan terhadap *input* yang digunakan. Proses kegiatan

operasional dapat dikatakan efisien apabila suatu produk atau hasil kerja tertentu dapat dicapai dengan penggunaan sumber daya dan dana yang serendah-rendahnya (Mardiasmo, 2009:132). Efisiensi adalah perbandingan yang terbaik antara *input* (masukan) dan *output* (hasil antara keuntungan dengan sumber-sumber yang dipergunakan), seperti halnya juga hasil optimal yang dicapai dengan penggunaan sumber yang terbatas (Robert Anthony, 2005:174).

Berikut adalah beberapa rasio yang dapat digunakan untuk mengukur *working capital efficiency* :

#### 1. *Working Capital Turnover*

Indikasi pengelolaan modal kerja yang baik adalah adanya efisiensi modal kerja yang dilihat dari perputaran modal kerja (Djarwanto, 1989:140), yang dimulai dari aset kas diinvestasikan dalam komponen modal kerja sampai saat kembali menjadi kas. Rasio ini mengukur seberapa banyak modal kerja berputar selama suatu periode atau dalam suatu periode (Kasmir, 2012:182).

Antara penjualan dengan modal kerja terdapat hubungan yang erat. Bila volume penjualan naik investasi dalam persediaan dan piutang juga meningkat, ini berarti juga meningkatkan modal kerja. Perputaran modal kerja menunjukkan jumlah rupiah penjualan netto yang diperoleh bagi setiap rupiah modal kerja. Makin pendek periode perputarannya, makin cepat perputarannya sehingga perputaran modal kerja makin tinggi dan

perusahaan makin efisien yang pada akhirnya profitabilitas serta tingkat pengembalian investasi akan semakin tinggi.

Dari hubungan antara penjualan netto dengan modal kerja tersebut dapat diketahui juga apakah perusahaan bekerja dengan modal kerja yang tinggi atau dengan modal kerja yang rendah. Perputaran modal kerja yang tinggi diakibatkan rendahnya modal kerja yang ditanam dalam persediaan dan piutang. Atau dapat juga menggambarkan tidak tersedianya modal kerja yang cukup dan adanya perputaran persediaan dan perputaran piutang yang tinggi.

Formulasi untuk menghitung rasio perputaran modal kerja menurut Munawir (2007:104) adalah sebagai berikut:

$$\text{Working Capital Turnover} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Modal Kerja}}$$

## 2. *Receivable Turnover*

Perputaran piutang merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur berapa lama penagihan piutang selama satu periode atau berapakah dana yang ditanam dalam piutang ini berputar dalam satu periode. Formulasi untuk menghitung perputaran piutang menurut Kasmir (2012:176) adalah sebagai berikut:

$$\text{Receivable Turnover} = \frac{\text{Penjualan Kredit}}{\text{Rata-Rata Piutang}}$$

## 3. *Inventory Turnover*

Rata-rata waktu yang dibutuhkan untuk mengonversi bahan baku menjadi barang jadi dan kemudian menjual barang tersebut. Formulasi untuk

menghitung perputaran persediaan menurut Brigham dan Houston (2006:133) adalah sebagai berikut:

$$\text{Inventory Turnover} = \frac{\text{Persediaan}}{\text{Penjualan per Hari}}$$

#### 4. Payable Turnover

Rata-rata waktu yang dibutuhkan untuk membeli bahan baku dan tenaga kerja dan pembayarannya. Formulasi untuk menghitung periode penangguhan utang menurut Brigham dan Houston (2006:134) adalah sebagai berikut:

$$\text{Payable Turnover} = \frac{\text{Utang}}{\text{Pembelian per Hari}}$$

## 2.2 Review Penelitian Yang Relevan

Berikut ini adalah penelitian-penelitian yang relevan terhadap penelitian ini:

**Tabel 2.1**  
**Penelitian Relevan**

No.	Peneliti	Variabel Dependen	Variabel Independen	Hasil Penelitian
1	D'Souzza, Megginson, dan Nash (2001)	Kinerja keuangan BUMN	Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing, Kepemilikan Karyawan, restrukturisasi perusahaan, karakteristik industri, SRI, GDP, GNP, dan Kapitalisasi	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Kepemilikan karyawan dan pemerinbtah berpengaruh pada profitabilitas</li> <li>2. Industri berpengaruh pada peningkatan output.</li> <li>3. Kepemilikan asing, dan kapitalisasi pasar modal berpengaruh pada efisiensi.</li> </ol>

			pasar modal.	
2	Zaroni (2004)	Kinerja Perusahaan	Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing, dan Pergantian CEO	Secara bersama-sama, kepemilikan pemerintah dan kepemilikan asing berpengaruh negatif, dan pergantian CEO berpengaruh positif secara signifikan terhadap kinerja keuangan BUMN sesudah diprivatisasi
3	Chisti Khalid Ashraf (2012)	<i>Profitabilty</i>	<i>Working Capital Efficiency</i>	Terdapat hubungan negatif yang kuat antara <i>Working Capital Efficiency</i> dengan <i>Profitability</i>
4	Yusralaini, Amir Hasan, Imelga Helen (2009)	<i>Profitability</i>	Modal Kerja, Struktur Modal, Umur Perusahaan dan Ukuran Perusahaan.	Perputaran modal kerja dan umur perusahaan tidak berpengaruh pada profitabilitas. Struktur modal dan ukuran perusahaan berpengaruh pada profitabilitas.
5	Khaira Amalia Fakhruddin (2010)	Kinerja Perusahaan	Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan <i>Agency Cost</i>	Struktur modal, ukuran perusahaan, dan <i>agency cost</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.
6	Pham dan Carlin (2008)	Privatisasi	Profitabilitas, Likuiditas, <i>Working Capital Efficiency</i> , <i>Financing</i> , dan <i>Free Cash Flow</i>	Penurunan profitabilitas, Likuiditas membaik, Perbaikan manajemen modal kerja, peningkatan <i>leverage</i> dan solvabilitas.

Sumber: Data Diolah Penulis (2013)

Penelitian terdahulu yang digunakan sebagai acuan dalam penulisan skripsi ini yaitu penelitian yang dilakukan oleh Zaroni (2004). Perbedaan penelitian ini, yaitu:

1. Peneliti mengganti dua variabel independen yang telah diteliti dalam penelitian oleh Zaroni yaitu kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan pergantian CEO serta mengganti variabel independen yang semula kinerja perusahaan (EVA), agar lebih terfokus pada tingkat pengembalian investasi atau ROI. Alasan peneliti memasukan variabel *working capital efficiency* dan *agency cost* adalah untuk memberikan pembaruan pada penelitian ini, karena pada penelitian-penelitian sebelumnya lebih banyak yang meneliti pengaruh antara ketiga variabel independen tersebut secara terpisah dengan profitabilitas dan kinerja. Dan belum banyak yang mengkhususkan penelitian pada tingkat pengembalian investasi (ROI).
2. Jika pada penelitian sebelumnya yang menjadi objek penelitian adalah BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari dua tahun sebelum privatisasi dan sampai akhir tahun 2002. Dalam penelitian ini tahun pengamatan ditambah menjadi tiga tahun sebelum privatisasi dan tiga tahun sesudah privatisasi (2009-2011).

### **2.3 Kerangka Pemikiran**

Kepemilikan pemerintah merupakan salah satu variabel independen dalam penelitian ini. Banyaknya peminat akan saham yang ditawarkan dalam IPO BUMN tentu saja karena sebagian besar lingkup usaha BUMN berada di bidang industri strategis. Namun karena masih terdapatnya jumlah

kepemilikan pemerintah yang dominan terhadap BUMN, membuat banyak pihak mempertanyakan bagaimana kemampuan BUMN dalam menghindari intervensi pemerintah yang berlebihan setelah IPO. Pemerintah selaku pemegang saham dominan, tentu memiliki wewenang besar dalam pengambilan keputusan perusahaan dan profitabilitas yang dihasilkan. Wewenang pemerintah ini tentunya akan sangat mempengaruhi operasional perusahaan. Pengaruh tersebut bisa berupa pengaruh yang baik atau pengaruh yang buruk. Hal ini bisa dilihat dari besaran tingkat pengembalian investasinya apakah kepemilikan pemerintah berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN tersebut.

Sebelum BUMN melakukan privatisasi atau IPO, tentu saja BUMN tersebut berada dalam pengawasan pemerintah seutuhnya. Sehingga BUMN sangat tergantung pada subsidi dan hak monopoli yang diberikan oleh pemerintah. Dapat dipastikan bahwa BUMN akan memiliki tingkat efisiensi yang rendah dan daya saing yang kurang terhadap perusahaan swasta. Hal tersebut akan berdampak pada tingkat profitabilitas yang dihasilkan. Karena menurut teori laba efisiensi manajerial, perusahaan yang mencapai efisiensi akan menghasilkan profitabilitas yang tinggi begitupula sebaliknya. Sehingga, dengan melakukan privatisasi mungkin saja akan ada peningkatan efisiensi modal kerja yang nantinya akan berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi perusahaan tersebut.

*Discretionary Expense* merupakan proksi dari *agency cost* yang kemudian dihitung dengan rasio *Operating, Selling and General*

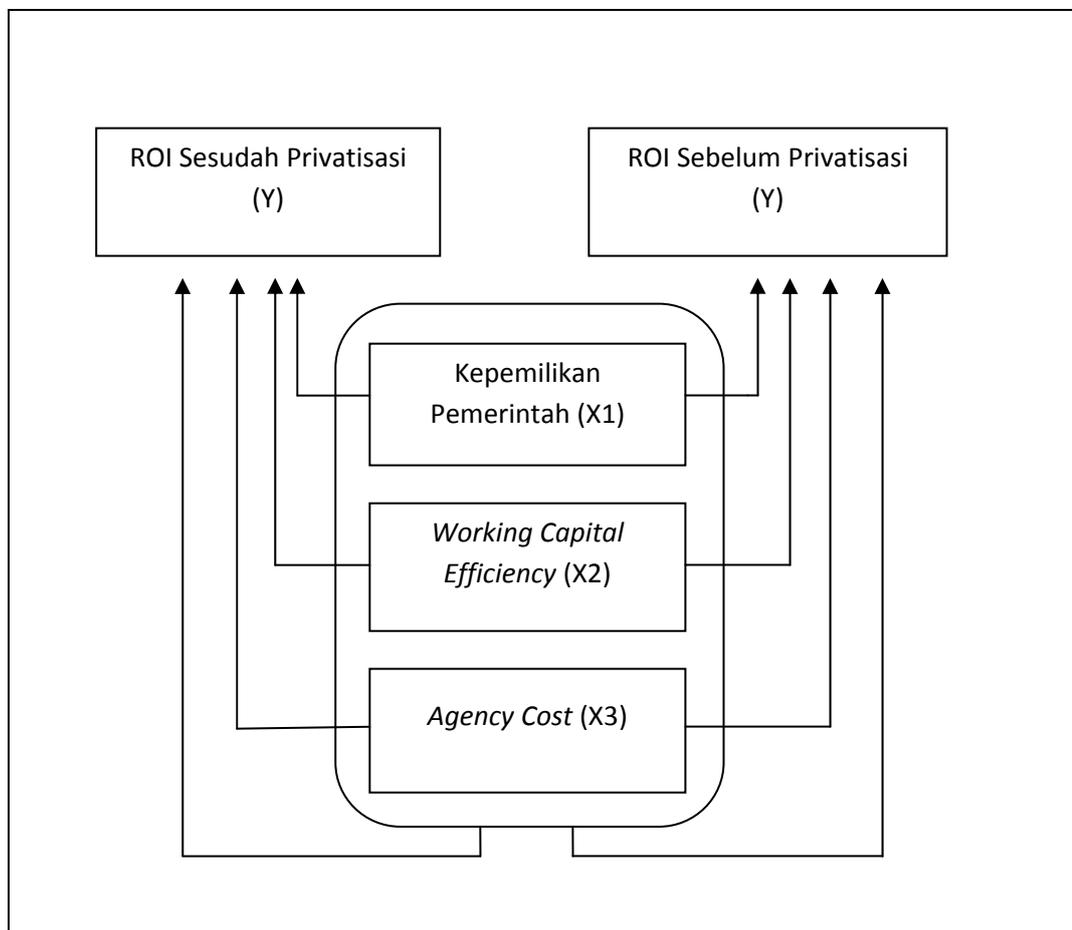
*Administratif* (OGA) terhadap penjualan. Kewenangan pada *Selling and General Administratif* dimiliki sepenuhnya oleh manajemen untuk operasional perusahaan. Hal ini dikhawatirkan akan menimbulkan konflik agensi. Sehingga diperlukanlah *agency cost* untuk mengawasi dan mengurangi terjadinya konflik agensi. Semakin besar beban diskresi, maka semakin besar pula *agency cost* yang terjadi. Sebagai investor, tentunya akan banyak kekhawatiran jika saja hal tersebut dapat mempengaruhi pengembalian investasi mereka pada perusahaan tersebut.

Dalam *signalling theory*, dijelaskan bahwa perusahaan (manajemen) harus memberikan sinyal-sinyal yang baik kepada investor. Sinyal ini dapat berupa laporan keuangan. ROI sebagai salah satu rasio analisis profitabilitas tentu akan menjadi salah satu sinyal yang dinanti-nanti oleh investor. Namun untuk menjadi suatu sinyal yang positif, tentunya ada banyak faktor yang akan mempengaruhi ROI perusahaan. Kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *Agency Cost* sebagai variabel independen dalam penelitian ini apakah nantinya akan membawa ROI menjadi suatu sinyal yang positif atau *negative* bagi perusahaan dan investor.

Setelah mencari tahu bagaimana pengaruh kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency* dan *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasi, sepertinya informasi ini belumlah cukup sehingga harus diteliti juga bagaimana perubahan variabel-variabel tersebut sebelum dan sesudah BUMN tersebut diprivatisasi. Nantinya, informasi ini dapat menguatkan apakah privatisasi yang didukung oleh teori kegagalan pemerintah dalam mengelola

perekonomian (*government failure*), teori *property rights*, hubungan *principal-agent*, dan masalah insentif memberikan manfaat nyata dalam kinerja keuangan dan operasional perusahaan. Secara ringkas, kerangka konseptual dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:

**Gambar 2.1**  
**Kerangka Pemikiran**



Sumber: Data Diolah Penulis (2013)

## 2.4 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan kajian pustaka dan review penelitian relevan yang telah diuraikan di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1 = Terdapat perbedaan signifikan Kepemilikan Pemerintah pada BUMN antara sebelum dan sesudah privatisasi.

H2 = Terdapat perbedaan signifikan *Working Capital Efficiency* pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi.

H3 = Terdapat perbedaan signifikan *Agency Cost* pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi.

H4 = Terdapat perbedaan signifikan tingkat pengembalian investasi (ROI) pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi.

H5 = Kepemilikan Pemerintah memiliki pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi.

H6 = Kepemilikan Pemerintah memiliki pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi.

H7 = *Working Capital Efficiency* memiliki pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi.

H8 = *Working Capital Efficiency* memiliki pengaruh terhadap terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi.

H9 = *Agency Cost* memiliki pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi.

H10 = *Agency Cost* memiliki pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi.

H11 = Kepemilikan Pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* secara simultan memiliki pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi.

H12 = Kepemilikan Pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* secara simultan memiliki pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi.

## **BAB III**

### **OBJEK DAN METODOLOGI PENELITIAN**

#### **3.1 Objek dan Ruang Lingkup Penelitian**

Pada penelitian ini, peneliti ingin meneliti perbedaan kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, *agency cost* dan tingkat pengembalian investasi antara sebelum dan sesudah privatisasi. Lalu, untuk meneliti pengaruh kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasi untuk masa sebelum dan sesudah privatisasi. Objek dalam penelitian ini adalah seluruh BUMN *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 1991-2008. Sumber objek penelitian ini didapat dari situs resmi BEI [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan dari Indonesia *Capital Market Electronic Library* (ICAMEL) digedung Bursa Efek Indonesia.

#### **3.2 Metode Penelitian**

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif dengan menggunakan pendekatan regresi linear berganda dan *Paired Sample t test*. Penelitian dilakukan dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan. Sumber data dalam penelitian ini adalah struktur saham, neraca dan laporan laba rugi yang terdapat dalam laporan keuangan. Penelitian ini merupakan suatu penelitian kausal–komparatif. Menurut Sumadi Suryabrata (2011:84), Kausal–komparatif bertujuan untuk menyelidiki kemungkinan

hubungan sebab-akibat dengan cara berdasar atas pengamatan terhadap akibat yang ada mencari kembali faktor yang mungkin menjadi penyebab melalui data tertentu.

### 3.3 Operasionalisasi Variabel Penelitian

Untuk memberikan pemahaman yang lebih spesifik, maka variabel-variabel dalam penelitian ini didefinisikan secara operasional sebagai berikut:

#### 3.3.1 Variabel Dependen

Menurut Arfan Ikhsan (2008:65) variabel dependen merupakan jenis variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi variabel independen. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah Tingkat Pengembalian Investasi (*Return on Investment*).

##### a. Definisi Konseptual

*Return On Investment (ROI)* yaitu suatu rasio yang dimaksudkan untuk dapat mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasional perusahaan untuk menghasilkan keuntungan.

##### b. Definisi Operasional

Dalam mengukur besar tingkat pengembalian investasi, peneliti menggunakan penghitungan sebagai berikut (Kasmir, 2012:202):

$$ROI = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

### 3.3.2 Variabel Independen

Menurut Arfan Ikhsan (2008:65) variabel independen merupakan jenis variabel yang dipandang sebagai penyebab munculnya variabel dependen yang diduga sebagai akibatnya. Adapun variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

#### 3.3.2.1 Kepemilikan Pemerintah

##### a. Definisi Konseptual

Jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemerintah atas saham perusahaan BUMN yang telah diprivatisasi.

##### b. Definisi Operasional

Dalam penelitian ini, pengukuran kepemilikan pemerintah menggunakan total lembar saham yang dimiliki pemerintah (Robert Ang, 1997:5).

#### 3.3.2.2 *Working Capital Efficiency*

##### a. Definisi Konseptual

Merupakan bentuk efisiensi dalam pengelolaan modal kerja untuk kelangsungan usaha sebuah perusahaan agar dapat bertahan.

##### b. Definisi Operasional

Proksi yang digunakan adalah *working capital turnover* dengan penghitungan sebagai berikut (Kasmir, 20012:182):

$$\text{Working Capital Turnover} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Modal Kerja}}$$

### 3.3.2.3 Agency cost

#### a. Definisi Konseptual

*Agency cost* adalah biaya yang dikeluarkan untuk mengurangi konflik keagenan. *Discretionary expense* adalah beban yang dikeluarkan berdasarkan kebijaksanaan seorang manajer dan merefleksikan *agency cost*. Beban ini meliputi beban operasi, beban non operasi, beban bunga, serta gaji dan upah.

#### b. Definisi Operasional

Penghitungan yang digunakan adalah (Lin dalam Khaira, 2010) :

$$\frac{\textit{Discretionary Expense}}{\textit{Penjualan Bersih}}$$

## 3.4 Metode Penentuan Populasi atau Sampel

### 3.4.1 Populasi

Populasi merupakan wilayah generalisasi yang terdiri atas sekelompok orang, kejadian atau segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu (Arfan Ikhsan, 2008:117). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI pada tahun 1991-2008.

### 3.4.2 Sampel

Berdasarkan dari populasi tersebut akan ditentukan sampel yang menjadi obyek penelitian ini. Dalam penelitian ini, teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling*. *Purposive sampling* yaitu, teknik pengumpulan

sampel dengan kriteria yang telah dirumuskan terlebih dahulu oleh peneliti (Sugiarto 2011:120).

Dalam penelitian ini, kriteria yang ditetapkan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan-perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI selama tahun 1991-2008.
2. BUMN yang mempublikasikan laporan keuangannya sampai tahun 2011 dan prospektus tiga tahun sebelum privatisasi selama terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

### **3.5 Prosedur Pengumpulan Data**

Teknik pengumpulan data pada penelitian ini yaitu dokumentasi. Data dokumentasi adalah suatu teknik pengumpulan data dengan cara mencatat seluruh data-data yang diperlukan dalam penelitian dari laporan neraca tahunan dan laporan laba rugi masing-masing BUMN. Data dokumentasi pada penelitian ini yaitu laporan keuangan tahunan BUMN *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 1991-2008. Data ini dikumpulkan dengan cara mengakses laporan keuangan yang dipublikasikan melalui situs resmi BEI ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) dan Indonesia *Capital Market Electronic Library* (ICAMEL) di gedung Bursa Efek Indonesia. Kemudian data tersebut dihitung sesuai dengan formulasi yang ada sehingga diperoleh angka-angka rasio yang akan dianalisis.

## **3.6 Metode Analisis**

### **3.6.1 Statistik Deskriptif**

Menurut Arfan Ikhsan (2008:198) Statistik deskriptif umumnya digunakan untuk memberikan informasi mengenai karakteristik variabel penelitian yang utama dan memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilakukan dengan menghitung untuk mencari mean, median, nilai maksimal dan minimal dari data penelitian.

### **3.6.2 Uji Asumsi Klasik**

Model regresi linier berganda dapat dikatakan sebagai model yang baik jika model tersebut memenuhi beberapa asumsi yang disebut dengan asumsi klasik. Ada empat uji asumsi yang harus dilakukan yaitu uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinieritas, dan uji heteroskedastisitas.

#### **3.6.2.1 Uji Normalitas**

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya memiliki distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan *ploting* data akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal, maka garis yang menghubungkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya (Ghozali 2011:160). Deteksi normalitas dapat dilakukan dengan melihat penyebaran data (titik)

pada sumbu diagonal dari grafik. Dasar pengambilan keputusan dari uji normalitas adalah.

- 1) Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- 2) Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Data yang tidak terdistribusi secara normal dapat ditransformasi agar menjadi normal. Untuk menormalkan data, harus tahu terlebih dahulu bagaimana bentuk grafik histogram dari data. Ada dua bentuk transformasi yang dapat digunakan yaitu *logaritma natural* (Ln) dan *square root* (sqrt).

Uji normalitas lain yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan melihat nilai dari *skewness* dan *kurtosis* dari residual. Jika nilai Z-hitung < Z tabel, maka distribusi dapat dikatakan sudah normal dengan tingkat signifikansi 0,05 serta nilai Z tabel sebesar 1,96.

### **3.6.2.2 Uji Multikolinieritas**

Uji multikolinieritas dimaksudkan untuk menguji apakah model ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas (*independen*) (Ghozali, 2011:57). Apabila terjadi korelasi antara variabel bebas, maka terdapat problem multikolinieritas (multiko) pada model regresi tersebut. Deteksi adanya multikolinieritas:

- 1) Besaran VIF (*variance inflation faktor*) dan *tolerance* Model regresi yang bebas multikolinearitas adalah :
  1. mempunyai nilai VIF disekitar angka 1.
  2. Mempunyai angka *tolerance* mendekati 1.
- 2) Besaran kolerasi antar variabel independen Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinearitas adalah koefisien korelasi antar variabel independen haruslah lemah di bawah 0,05. Jika korelasi kuat maka terjadi masalah multikolinearitas.

### 3.6.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji ini ditujukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dan residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan pengamatan yang lain tetap maka disebut homoskedestis dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas (Ghozali, 2011:139). Cara untuk mendeteksi atau tidaknya heteroskedastisitas dapat diketahui dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara nilai prediksi variabel terikat dengan residualnya dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ( $Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$ ) dasar analisis dari uji heteroskedastisitas melalui grafik plot adalah sebagai berikut :

- 1) Jika pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.

- 2) Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

#### 3.6.2.4 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali, 2011:110).

#### 3.6.4 Analisis Regresi Linear Berganda

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda. Regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen dengan skala pengukuran interval rasio atau rasio dalam persamaan linear (Arfan Ikhsan 2008:253). Formulasi persamaan regresi berganda sendiri adalah sebagai berikut:

$$ROI_{it} = \beta_0 + \beta_1 STATE_{it} + \beta_2 WCT_{it} + \beta_3 AC_{it} + \varepsilon$$

Keterangan:

ROI = *Return on Investment*

State = Kepemilikan Pemerintah

WCT = *Working Capital Turnover*

AC = *Agency Cost*

$\alpha$  = konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  = koefisien regresi

e = error

### **3.6.5 Pengujian Hipotesis**

#### **3.6.5.1 Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)**

Koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) dari hasil regresi berganda menunjukkan seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen (Arfan Ikhsan 2008:249). Dalam penelitian ini menggunakan regresi linier berganda maka masing-masing variabel independent yaitu STATE, WCT, dan DE secara parsial dan secara simultan mempengaruhi variabel dependen yaitu ROI yang dinyatakan dengan R<sup>2</sup> untuk menyatakan koefisien determinasi atau seberapa besar pengaruh variabel kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency* dan *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasinya. Sedangkan r<sup>2</sup> untuk menyatakan koefisien determinasi parsial variabel independen terhadap variabel dependen.

#### **3.6.5.2 Uji Pengaruh Parsial (Uji-t)**

Uji t pada dasarnya digunakan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Arfan Ikhsan 2008:248). Uji ini dilakukan dengan membandingkan t hitung  $\geq$  t tabel atau  $P \leq 0,05$  maka variabel bebas secara parsial mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap variabel tergantungnya dengan anggapan variabel lainnya konstan. Seperti halnya dengan uji hipotesis secara simultan, pengambilan keputusan uji hipotesis secara parsial juga didasarkan pada nilai probabilitas yang

didapatkan dari hasil pengolahan data melalui SPSS Statistik Parametrik sebagai berikut :

- a). Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  diterima
- b). Jika probabilitas  $< 0,05$  maka  $H_0$  ditolak

### **3.6.5.3 Uji Pengaruh Simultan (Uji-F)**

Uji F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat/dependen (Arfan Ikhsan 2008:249). Uji ini dilakukan dengan membandingkan  $t$  hitung dengan  $t$  tabel pada tingkat signifikansi tertentu. Apabila  $t$  hitung  $\geq t$  tabel atau  $P \leq 0,05$  maka variabel bebas secara parsial mempunyai pengaruh bermakna terhadap variabel tergantungnya dengan anggapan variabel lainnya konstan. Pengambilan keputusan didasarkan pada nilai probabilitas yang didapatkan dari hasil pengolahan data melalui program SPSS Statistik Parametrik (Santoso, 2004:168) sebagai berikut:

- a). Jika Probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  diterima.
- b). Jika probabilitas  $< 0,05$  maka  $H_0$  ditolak.

#### 3.6.5.4 Uji Beda *t-test* Dengan Sampel Berhubungan

Uji beda *t-test* digunakan untuk menentukan apakah dua sample yang berhubungan memiliki rata-rata yang berbeda. Uji beda *t-test* dilakukan dengan cara membandingkan perbedaan antara dua nilai rata-rata dengan standar *error* dari perbedaan rata-rata dua sampel (Ghozali, 2011:66). Untuk penentuan pengambilan keputusan dalam uji beda *t-test* adalah:

1. Jika probabilitas  $> 0.05$ , maka  $H_0$  tidak dapat ditolak jadi *variance* sama
2. Jika probabilitas  $< 0.05$ , maka  $H_0$  ditolak jadi *variance* berbeda.



## **BAB IV**

### **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

#### **4.1 Deskripsi Unit Analisis / Observasi**

Dalam penelitian ini, objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2009-2011 dan mengeluarkan prospektus sebelum *go-public*. Penelitian ini memiliki tiga variabel independen dan satu variabel dependen. Variabel independen tersebut adalah kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost*. Sedangkan variabel dependen itu sendiri adalah tingkat pengembalian investasi (ROI).

Berdasarkan objek penelitian yang akan diteliti, tingkat populasi perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI pada tahun 2009-2011 sebanyak 19 perusahaan. Dari populasi sebanyak 19 BUMN itu, peneliti menentukan banyaknya sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini. Dalam penentuan sampel tersebut, peneliti menggunakan beberapa kriteria sampel untuk mempermudah perolehan data yang sesuai dengan penelitian ini sehingga diperoleh 13 BUMN yang termasuk dalam kriteria sampel. Daftar perusahaan yang menjadi sampel terdapat dalam tabel berikut.

**Tabel 4.1 Hasil Seleksi Sampel Untuk Data Regresi Sesudah IPO**

<b>Keterangan</b>	<b>Jumlah</b>
Perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI	19
Perusahaan BUMN yang <i>go-public</i> diatas tahun 2008	(5)
Tidak memiliki data lengkap yang terkait dengan variable-variabel	(1)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sample tahun 2009-2011	13
Tahun Pengamatan	3
Jumlah Observasi	39
Observasi yang memiliki data outlier	(3)
Total Observasi	36

Sumber : Data diolah peneliti , 2013.

**Tabel 4.2 Hasil Seleksi Sampel Untuk Data Regresi Sebelum IPO**

<b>Keterangan</b>	<b>Jumlah</b>
Perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI	19
Perusahaan BUMN yang <i>go-public</i> diatas tahun 2008	(5)
Tidak memiliki data lengkap yang terkait dengan variable-variabel	(1)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sample tahun 2009-2011	13
Tahun Pengamatan	3
Jumlah Observasi	39
Observasi yang memiliki data outlier	(9)
Total Observasi	30

Sumber : Data diolah peneliti , 2013.

**Tabel 4.3 Hasil Seleksi Sampel Untuk Data Paired T Test**

<b>Keterangan</b>	<b>Jumlah</b>
Perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI	19
Perusahaan BUMN yang go-public diatas tahun 2008	(5)
Tidak memiliki data lengkap yang terkait dengan variable-variabel	(1)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sample tahun 2009-2011	13
Tahun Pengamatan	3
Jumlah Observasi	39
Observasi yang memiliki data outlier	(3)
Total Observasi	36

Sumber : Data diolah peneliti , 2013.

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan yang diperoleh dari situs BEI ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) dan prospektus yang didapat dari *Indonesia Capital Market Library* yang berada di gedung BEI. Data yang digunakan yang terdapat pada laporan keuangan, yaitu laba bersih; total aktiva; total penjualan; total aktiva lancar; beban operasi, beban bunga; dan jumlah saham yang dimiliki pemerintah.

Periode penelitian adalah 3 tahun sebelum IPO dan 3 tahun sesudah IPO selama tahun 2009 – 2011. Daftar perusahaan yang menjadi sampel ada pada lampiran 1. Untuk uji *paired sample t test*, hanya diperlukan pengujian normalitas terlebih dahulu sehingga ada 13 sampel yang dapat digunakan. Untuk pengujian regresi linear berganda, setelah dilakukan pengujian statistik deskriptif dan pengujian normalitas data, ditemukan beberapa data yang

*outliers*. Hal ini disebabkan data-data tersebut memiliki nilai yang cukup ekstrim, jauh dari nilai rata – rata data normal lainnya. Apabila ditinjau dari perusahaannya, nilai ekstrim ini timbul karena memiliki nilai *agency cost* yang besar dan *working capital turnover* yang kecil diantara perusahaan lainnya.

## 4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan

### 4.2.1. Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

**Tabel 4.4 Uji Statistik Deskriptif**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROISBL	39	,0020	,2486	,070262	,0693168
ROISSD	39	,0029	,3377	,085290	,0803034
STATESBL	39	452972000	20000000000	5090000000	5,135E9
STATESSD	39	918680000	13999999999	6670000000	4,517E9
WCTSBL	39	,270	6,140	1,64154	1,146056
WCTSSD	39	,240	4,180	1,48462	,972887
ACSBL	39	,022	1,356	,35598	,339859
ACSSD	39	,017	,790	,28970	,228621
Valid N (listwise)	39				

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Hasil pengujian statistik deskriptif yang dapat dilihat pada tabel diatas merupakan data asli yang kemudian diolah untuk mengetahui berapa besar nilai maksimum, minimum, dan nilai rata-ratanya. Berikut ini merupakan rincian deskriptif data yang telah diolah:

1. Dari 39 data yang ada, nilai rata-rata tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi sebagai variable dependen sebesar 0,07062. Dengan nilai minimum sebesar 0,002 yang dimiliki oleh PT Perusahaan Gas

Negara. PT PGN mengalami rendahnya ROI pada tahun pertama sebelum mereka diprivatisasi. Ini disebabkan karena terus menurunnya *net income* yang dapat dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Nilai maksimum sebesar 0,2486 yang dimiliki oleh PT Timah pada tahun ketiga sebelum mereka diprivatisasi. Ada beberapa BUMN yang mengalami penurunan ROI pada tahun pertama sebelum diprivatisasi dikarenakan imbas dari krisis moneter pada tahun 1998.

2. Dari 39 data yang ada, nilai rata-rata ROI sesudah privatisasi sebagai variable dependen sebesar 0,08529. Dengan nilai minimum sebesar 0,0029 yang dimiliki oleh PT Indofarma pada tahun 2009. Ada banyak BUMN yang memiliki ROI rendah pada tahun 2009 dikarenakan imbas dari krisis tahun 2008 yang lalu. Nilai maksimum sebesar 0,3377 yang dimiliki oleh PT Bukit Asam namun pada tahun 2009 juga. Jika dilihat dari jenis industri, hanya industri pertambangan yang tetap mampu memiliki ROI yang tinggi meskipun tengah dilanda krisis dan juga melakukan efisiensi ongkos produksi.
3. Dari 39 data yang ada, nilai rata-rata kepemilikan pemerintah sebelum privatisasi sebagai variabel independen sebesar 5.090.000.000. Dengan nilai minimum 452.972.000 yang dimiliki oleh PT Timah. Nilai maksimum 20.000.000.000 yang dimiliki oleh PT Bank Mandiri. Jumlah lembar saham pemerintah sebelum privatisasi masih sebanyak 100% dari total saham dan jumlah saham yang diterbitkan merupakan gambaran dari total aktiva yang dimiliki. Tercatat PT Timah merupakan

BUMN yang memiliki aktiva paling kecil dan PT Mandiri sebagai BUMN pemilik aktiva terbanyak.

4. Dari 39 data yang ada, nilai rata-rata kepemilikan pemerintah sesudah privatisasi sebagai variable independen sebesar 6.670.000.000 dengan nilai minimum 918.680.000 yang dimiliki oleh PT Adhi Karya dan nilai maksimum 13.999.999.999 yang dimiliki oleh PT Bank Mandiri. Jumlah lembar saham pemerintah sesudah pivasiasi semakin berkurang akibat pelepasan beberapa saham pemerintah. PT Adhi Karya memiliki jumlah kepemilikan pemerintah yang sedikit dibanding BUMN lain dikarenakan melepas hampir 48% dari kepemilikan pemerintah untuk biaya ekspansi usaha dan proyek jalanannya karena aktiva yang mereka miliki belum cukup untuk membiayai. PT Bank tercatat sebagai BUMN yang memiliki jumlah saham pemerintah terbanyak karena memiliki aktiva yang sangat banyak pula dan hanya melepas 33% sahamnya .
5. Dari 39 data yang ada, nilai rata-rata WCT sebelum privatisasi sebagai variable independen sebesar 1,64154. Dengan nilai minimum 0,270 yang dimiliki oleh PT Bank Negara Indonesia, dari Rp.1 modal kerja hanya bisa menghasilkan Rp. 0,27 penjualan. BNI hanya bisa menghasilkan penjualan yang tidak begitu besar jika dibandingkan dengan nilai aktivanya yang sangat banyak. Karena nilai aktiva tersebut tertanam sebagai dana nasabah sehingga terjadi penumpukan modal kerja. Nilai maksimum 6,140 yang dimiliki oleh PT Jasa Marga jika dilihat dari perbandingan antara jumlah aktivanya yang sangat sedikit,

namun bisa menghasilkan penjualan yang sangat banyak sehingga *working capital turnover* menjadi baik.

6. Dari 39 data yang ada, nilai rata-rata WCT sesudah privatisasi sebagai variabel independen sebesar 1,48462. Dengan nilai minimum 0,240 yang dimiliki oleh PT Bank Negara Indonesia dari Rp.1 modal kerja hanya bisa menghasilkan Rp. 0,24 penjualan. BNI hanya bisa menghasilkan penjualan yang tidak begitu besar jika dibandingkan dengan nilai aktiva yang sangat banyak. Karena nilai aktiva tersebut tertanam sebagai dana nasabah sehingga terjadi penumpukan modal kerja. Nilai maksimum 4,180 dimiliki oleh PT Telkom karena penjualannya yang lebih besar dari total aktiva. Dari Rp.1 aktiva yang dimiliki bisa menghasilkan Rp. 4,18 penjualan.
7. Dari 39 data yang ada, nilai rata-rata AC sebelum privatisasi sebagai variabel independen sebesar 0,35598. Dengan nilai minimum 0,022 yang dimiliki oleh PT Adhi Karya pada tahun pertamanya sebelum privatisasi. Dikarenakan Adhi Karya memiliki *discretionary expense* yang rendah dibanding penjualannya. Nilai maksimum 1,356 yang dimiliki oleh PT Bank Rakyat Indonesia pada tahun pertamanya sebelum privatisasi. Disebabkan BRI memiliki *discretionary expense* yang tinggi dibanding penjualannya.
8. Dari 39 data yang ada, nilai rata-rata AC sesudah privatisasi sebagai variabel independen sebesar 0,28970. Dengan nilai minimum 0,017 yang dimiliki oleh PT Wijaya Karya. Dikarenakan Wijaya Karya

memiliki *discretionary expense* yang rendah dibanding penjualannya. Nilai maksimum 0,790 yang dimiliki oleh PT Jasa Marga disebabkan oleh *discretionary expense* yang tinggi terhadap penjualannya.

#### **4.2.2 Uji Asumsi Klasik**

##### **4.2.2.1 Uji Normalitas**

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data bersifat normal atau tidak sehingga dapat dilakukan uji asumsi klasik selanjutnya. Syarat dari uji normalitas adalah data yang digunakan harus berdistribusi normal. Proses uji normalitas data untuk persamaan pertama dan kedua dilakukan dengan Uji normalitas yang dilakukan pada penelitian ini adalah dengan memperhatikan penyebaran data (titik-titik) pada *Normal Plot of Regresin Standardized Residual* dari variable independen serta menggunakan uji Skewness dan Kurtosis.

Menurut Ghozali (2011, 163) normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Dasar pengambilan keputusan:

1. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika data menyebar jauh dari diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

#### 4.2.2.1.1 Uji Normalitas Untuk Data Sebelum IPO

Pada awal pengujian normalitas, hasil menunjukkan bahwa distribusi data tidak memenuhi normalitas. Untuk memenuhi syarat normalitas, dilakukan transformasi data ke dalam bentuk sqrt agar seluruh nilai mendekati nilai-nilai yang lainnya. Kemudian dilakukan kembali pengujian normalitas kembali, hasilnya sudah lebih baik namun belum berdistribusi normal. Peneliti kemudian menghapus data-data yang timpang dengan melihat *outlier* atau dengan nilai ekstrim. Kemudian pengujian normalitas dilakukan kembali dan menghasilkan data yang berdistribusi normal.

Untuk lebih meyakinkan hasil uji normalitas dengan menggunakan grafik P- Plot, maka dapat digunakan uji statistik sederhana dengan melihat nilai kurtosis dan skewness dari residual. Berdasarkan Tabel 4.6, diperoleh Zskewness yaitu 0,505 dan Zkurtosis 0,30 dengan Ztabel 1.96. Baik skewness dan kurtosis memiliki Zhitung < 1.96 yang menunjukkan bahwa data berdistribusi normal.

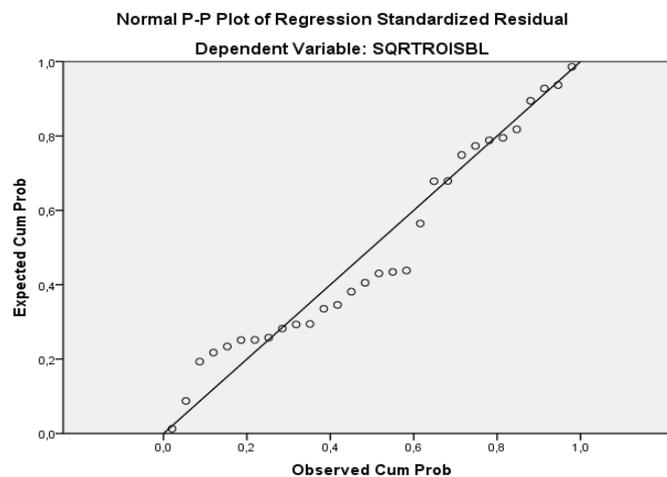
**Tabel 4.5 Uji Statistik Skewness Kurtosis**

Descriptive Statistics					
	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	30	,226	,427	,271	,833
Valid N (listwise)	30				

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Dari grafik P-Plot pada gambar 4.1 dibawah ini dapat dilihat bahwa data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya. Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa hasil grafik tersebut menunjukkan pola distribusi normal dan model memenuhi asumsi normalitas.

**Gambar 4.1 Grafik Normal P-P Plot**



Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

#### 4.2.2.1.2 Uji Normalitas Untuk Data Sesudah IPO

Pada awal pengujian normalitas, hasil menunjukkan bahwa distribusi data tidak memenuhi normalitas. Untuk memenuhi syarat normalitas, dilakukan transformasi data ke dalam bentuk sqrt agar seluruh nilai mendekati nilai-nilai yang lainnya. Kemudian dilakukan kembali pengujian normalitas kembali, hasilnya sudah lebih baik namun belum berdistribusi normal. Peneliti kemudian menghapus data-data yang timpang dengan melihat *outlier* atau

dengan nilai ekstrim. Kemudian pengujian normalitas dilakukan kembali dan menghasilkan data yang berdistribusi normal.

**Tabel 4.6 Uji Statistik Skewness Kurtosis**

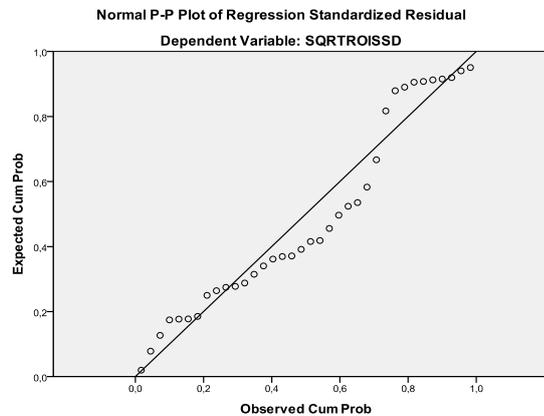
Descriptive Statistics					
	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	36	,255	,393	-,743	,768
Valid N (listwise)	36				

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Untuk lebih meyakinkan hasil uji normalitas dengan menggunakan grafik P- Plot, maka dapat digunakan uji statistik sederhana dengan melihat nilai kurtosis dan skewness dari residual. Berdasarkan Tabel 4.7, diperoleh Zskewness yaitu 0,625 dan Zkurtosis -0,910 dengan Ztabel 1.96. Baik skewness dan kurtosis memiliki Zhitung < 1.96 yang menunjukkan bahwa data berdistribusi normal.

Dari grafik P-Plot pada gambar 4.2 dibawah ini dapat dilihat bahwa data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya. Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa hasil grafik tersebut menunjukkan pola distribusi normal.

**Gambar 4.2 Grafik Normal P-P Plot**



Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

#### 4.2.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah terdapat korelasi antara variabel-variabel independen dalam model regresi. Untuk melihat apakah ada atau tidaknya multikolinearitas pada suatu model, salah satu caranya adalah dengan melihat nilai yang dipakai untuk menandai adanya faktor multikolinearitas. Nilai yang dipakai adalah nilai *tolerance* > 0,10 atau  $VIF < 10$ . Jika nilai *tolerance* > 0,10 atau nilai  $VIF < 10$  maka dapat diartikan bahwa tidak ada multikolinearitas. Apabila *tolerance* < 0,10 atau nilai  $VIF > 10$  maka terjadi multikolinearitas.

#### 4.2.2.2.1 Uji Multikolinieritas Untuk Data Sebelum IPO

Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 4.7 berikut ini:

**Tabel 4.7 Uji Multikolinieritas Untuk Data Sebelum IPO**

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
SQRTSTATE	,932	1,073
SQRTWCT	,976	1,024
SQRTAC	,953	1,050

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Dari tabel di atas dapat terlihat bahwa variabel kepemilikan pemerintah dengan nilai *tolerance* 0,932 > 0,10 dan nilai VIF 1,073 < 10, *working capital turnover* dengan nilai *tolerance* 0,976 > 0,10 dan nilai VIF 1,024 < 10, dan *agency cost* dengan nilai *tolerance* 0,953 > 0,10 dan nilai VIF 1,050 < 10. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi multikolinieritas dalam model regresinya.

#### 4.2.2.2.2 Uji Multikolinieritas Untuk Data Sesudah IPO

Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 4.8 berikut ini:

**Tabel 4.8 Uji Multikolinieritas Untuk Data Sesudah IPO**

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
SQRTSTATE	,664	1,506
SQRTWCT	,889	1,125
SQRTAC	,735	1,361

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Dari tabel di atas dapat terlihat bahwa variabel kepemilikan pemerintah dengan nilai *tolerance*  $0,664 > 0,10$  dan nilai VIF  $1,506 < 10$ , *working capital turnover* dengan nilai *tolerance*  $0,889 > 0,10$  dan nilai VIF  $1,125 < 10$ , dan *agency cost* mempunyai nilai *tolerance*  $0,735 > 0,10$  dan nilai VIF  $1,361 < 10$ . Sehingga, dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi multikolinieritas dalam model regresinya.

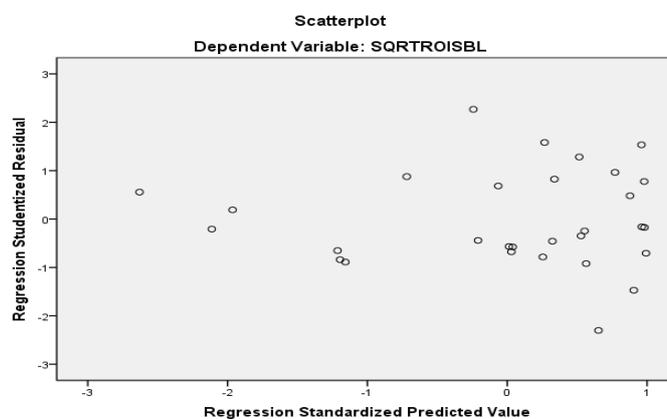
#### 4.2.2.3 Uji Heterokedastistas

Uji heterokedastisitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Salah satu cara untuk mendeteksi ada atau tidak adanya heterokedastisitas adalah dengan cara melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan nilai residualnya (SRESID).

##### 4.2.2.3.1 Uji Heterokedastistas Untuk Data Sebelum IPO

Hasil pengujian heterokedastisitas dapat dilihat pada Gambar 4.3

**Gambar 4.3 Grafik Scatterplot**



Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Dari gambar di atas, dapat dilihat bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak ada gangguan heterokedastisitas karena tidak ada pola yang jelas pada titik- titiknya. Titik-titiknya juga menyebar di atas dan di bawah nilai nol (0) pada sumbu Y. Untuk lebih menjamin keakuratan hasil maka dapat dilakukan uji statistik untuk mendeteksi ada tidaknya Heteroskedastisitas salah satunya dengan Uji Glejser.

Dari hasil regresi nilai Residual pada tabel 4.9 yang diabsolutkan terhadap variabel independen dapat dilihat bahwa nilai signifikansi masing-masing variabel independen memiliki nilai probabilitas di atas tingkat kepercayaan 5% atau 0,05. Kepemilikan pemerintah  $0,081 > 0,05$ , *working capital turnover*  $0,936 > 0,05$ , dan *ageny cost*  $0,976 > 0,05$ . Maka, dapat disimpulkan bahwa model regresi bebas dari gangguan heterokedastisitas.

Hasil uji Glejser dapat dilihat pada Tabel 4.9 sebagai berikut:

**Tabel 4.9 Hasil Uji Glejser**

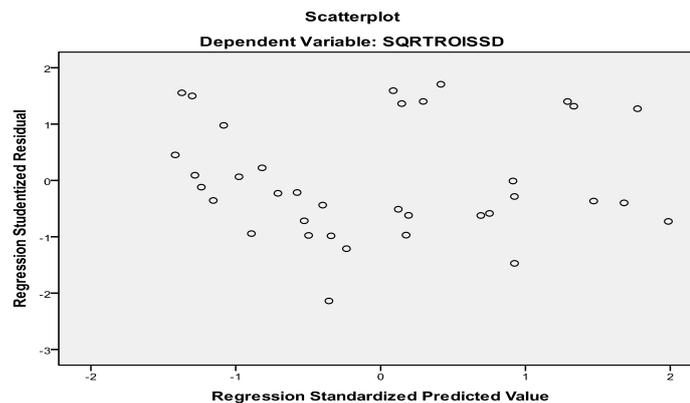
Model		t	Sig.
1	(Constant)	2,227	.035
	SQRTSTATE	-1,813	.081
	SQRTWCT	-,081	.936
	SQRTAC	-,030	.976

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

#### 4.2.2.3.2 Uji Heterokedastistas Untuk Data Sesudah IPO

Hasil pengujian heterokedastisitas dapat dilihat pada Gambar 4.4

**Gambar 4.4 Grafik Scatterplot**



Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Dari gambar di atas, dapat dilihat bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak ada gangguan heterokedastisitas karena tidak ada pola yang jelas pada titik-titiknya. Titik-titiknya juga menyebar di atas dan di bawah nilai nol (0) pada sumbu Y. Untuk lebih menjamin keakuratan hasil maka dapat dilakukan uji statistik untuk mendeteksi ada tidaknya Heteroskedastisitas salah satunya dengan Uji Glejser.

Hasil uji Glejser dapat dilihat pada Tabel 4.10 sebagai berikut:

**Tabel 4.10 Hasil Uji Glejser**

Model	T	Sig.
1 (Constant)	1,090	.284
SQRTSTATE	,661	.513
SQRTWCT	,564	.577
SQRTAC	-,368	.715

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Dari hasil regresi nilai Residual yang diabsolutkan terhadap variabel independen dapat dilihat bahwa semua nilai signifikansi masing-masing variabel independen memiliki nilai probabilitas di atas tingkat kepercayaan 5% atau 0,05. Kepemilikan pemerintah dengan nilai signifikansi  $0,513 > 0,05$ , *working capital turnover*  $0,557 > 0,05$ , dan *agency cost*  $0,715 > 0,05$ . Maka, dapat disimpulkan bahwa model regresi bebas dari gangguan heterokedastisitas.

#### 4.2.2.4 Uji Autokorelasi

Untuk melihat ada atau tidaknya autokorelasi dalam penelitian ini digunakan uji Durbin-Watson (DW). Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Untuk mendeteksi ada atau tidak adanya autokorelasi maka dilakukan pengujian Durbin Watson (DW). Dasar pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

**Tabel 4.11 Dasar Pengambilan Keputusan Ada Tidaknya Autokorelasi**

Interval	Kriteria
$dW < D_L$	Ada autokorelasi
$d_L \leq dW \leq D_U$	Tanpa kesimpulan
$d_U < dW \leq 4 - D_U$	Tidak ada autokorelasi
$4 - d_U < dW \leq 4 - D_L$	Tanpa kesimpulan
$dW > 4 - d_L$	Ada autokorelasi

#### 4.2.2.4.1 Uji Autokorelasi Untuk Data Sebelum IPO

Untuk taraf signifikansi 5% dengan  $k = 3$  dan  $n = 30$  diperoleh  $dL = 1,2138$  dan  $dU = 1,6498$ . Berdasarkan data tersebut, diperoleh  $4-dU = 2,3502$

Setelah dilakukan pengujian autokorelasi dengan menggunakan SPSS 19, hasil yang didapatkan dapat dilihat pada kolom *Durbin-Watson* dalam tabel *Model Summary* sebagai berikut:

**Tabel 4.12 Uji Autokorelasi**

Model	Durbin-Watson
1	1.829

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Berdasarkan hasil analisis diperoleh nilai  $dW$  untuk kedua populasi tersebut berada pada  $dU < dW \leq 4 - dU$  yang menunjukkan bahwa model regresi tidak ada masalah autokorelasi.

#### 4.2.2.4.2 Uji Autokorelasi Untuk Data Sesudah IPO

Untuk taraf signifikansi 5% dengan  $k = 3$  dan  $n = 36$  diperoleh  $dL = 1,2953$  dan  $dU = 1,6539$ . Berdasarkan data tersebut, diperoleh  $4-dU = 2,3461$ . Setelah dilakukan pengujian autokorelasi dengan menggunakan SPSS 19, hasil yang didapatkan dapat dilihat pada kolom *Durbin-Watson* dalam tabel *Model Summary* sebagai berikut:

**Tabel 4.13 Uji Autokorelasi**

Model	Durbin-Watson
1	2,312

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Berdasarkan hasil analisis diperoleh nilai dW untuk kedua populasi tersebut berada pada  $dU < dW \leq 4 - dU$  yang menunjukkan bahwa model regresi tidak ada masalah autokorelasi.

#### 4.2.3 Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini untuk melakukan pengujian hipotesis adalah regresi berganda yang dapat dituliskan sebagai berikut:

$$ROI_{it} = \beta_0 + \beta_1 STATE_{it} + \beta_2 WCT_{it} + \beta_3 AC_{it} + \varepsilon$$

**Keterangan:**

ROI = *Return on Investment*

State = *Kepemilikan Pemerintah*

WCT = *Working Capital Turnover*

AC = *Agency Cost*

#### 4.2.3.1 Analisis Regresi Linear Berganda Sebelum IPO

Berdasarkan hasil analisis regresi telah diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.14 Hasil Analisis Regresi Linear Berganda**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients
	B	Std. Error	Beta
1 (Constant)	,105	,115	
SQRTSTATE	-0,0000017	,000	-,394
SQRTWCT	,185	,081	,371
SQRTAC	,089	,100	,146

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Berdasarkan hasil analisis regresi yang disajikan dalam Tabel 4.15, dapat dituliskan model regresi sebagai berikut:

$$Y = 0,105 - 0,0000017X_1 + 0,185 X_2 + 0,089 X_3$$

Dari persamaan diatas, dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Konstanta sebesar 0,105, artinya ketika kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost* tetap (konstan) maka tingkat pengembalian investasi adalah sebesar 0,105.
2. Koefisien variabel kepemilikan pemerintah sebesar -0,0000017, artinya ketika kepemilikan pemerintah yang diukur dengan jumlah saham yang dimiliki pemerintah meningkat 1 satuan maka tingkat pengembalian investasi akan menurun sebesar 0,0000017.
3. Koefisien variabel *working capital efficiency* sebesar 0,185, artinya ketika *working capital efficiency* meningkat 1 satuan maka tingkat pengembalian investasi akan meningkat sebesar 0,185.

4. Koefisien variable *agency cost* sebesar 0,089, artinya ketika *agency cost* meningkat 1 satuan maka tingkat pengembalian investasi akan meningkat sebesar 0,089.

#### 4.2.3.2 Analisis Regresi Linear Berganda Sesudah IPO

Berdasarkan hasil analisis regresi telah diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.15 Hasil Analisis Regresi Linear Berganda**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients
	B	Std. Error	Beta
1 (Constant)	-,055	,065	
SQRTSTATE	0,00000223	,000	,579
SQRTWCT	,170	,033	,687
SQRTAC	-,155	,069	-,327

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Berdasarkan hasil analisis regresi yang disajikan dalam Tabel 4.17 , dapat dituliskan model regresi sebagai berikut:

$$Y = -0,055 + 0,00000223 X_1 + 0,170 X_2 - 0,155 X_3$$

Dari persamaan diatas, dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Konstanta sebesar -0,055, artinya ketika kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost* tetap (konstan) maka tingkat pengembalian investasi adalah sebesar -0,055.
2. Koefisien variable kepemilikan pemerintah sebesar 0,00000223, artinya ketika kepemilikan pemerintah yang diukur dengan jumlah saham yang dimiliki pemerintah meningkat 1 satuan maka tingkat pengembalian investasi akan meningkat sebesar 0,00000223.
3. Koefisien variable *working capital efficiency* sebesar 0,170, artinya

ketika *working capital efficiency* meningkat 1 satuan maka tingkat pengembalian investasi akan meningkat sebesar 0,170.

4. Koefisien variable *agency cost* sebesar -0,155, artinya ketika *agency cost* meningkat 1 satuan maka tingkat pengembalian investasi akan menurun sebesar 0,155.

#### 4.2.4 Pengujian Hipotesis

##### 4.2.4.1 Uji Statistik F (*Overall F Test*)

Uji F digunakan untuk memprediksi pengaruh variable independen secara simultan atau bersama-sama terhadap variable dependen.

##### 4.2.4.1.1 Uji Statistik F (*Overall F Test*) Sebelum IPO

Berdasarkan pengujian dengan SPSS diperoleh *output* ANOVA pada Tabel 4.16 berikut ini:

**Tabel 4.16 Uji ANOVA (Uji F)**

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,177	3	,059	4,350	,013 <sup>a</sup>
	Residual	,352	26	,014		
	Total	,529	29			

a. Predictors: (Constant), SQRTAC, SQRTWCT, SQRTSTATE

b. Dependent Variable: SQRTRISBL

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Tabel ANOVA menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,013. Nilai ini lebih kecil dibandingkan dengan nilai  $\alpha$  yang sebesar 0,05 atau 5%. Nilai f hitungnya adalah 4,350 dimana f tabel sebesar 2,98, maka f hitung > f tabel ( $2,98 < 4,350$ ), hasilnya  $H_0$  diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa

secara simultan atau bersama-sama variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

#### 4.2.4.1.2 Uji Statistik F (*Overall F Test*) Sesudah IPO

Berdasarkan pengujian dengan SPSS diperoleh *output* ANOVA pada

Tabel 4.17 berikut ini:

**Tabel 4.17 Uji ANOVA (Uji F)**

ANOVA <sup>b</sup>					
Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	,198	3	,066	10,784	,000 <sup>a</sup>
Residual	,195	32	,006		
Total	,393	35			

a. Predictors: (Constant), SQRTAC, SQRTWCT, SQRTSTATE

b. Dependent Variable: SQRTROISSD

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Tabel ANOVA menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai ini lebih kecil dibandingkan dengan nilai  $\alpha$  yang sebesar 0,05 atau 5%. Nilai f hitungnya adalah 10,784 dimana f tabel sebesar 2,87, maka f hitung  $>$  f tabel ( $2,87 < 10,784$ ), hasilnya  $H_0$  diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa secara simultan atau bersama-sama variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

#### 4.2.4.2 Uji t

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variable independen secara individual dalam menerangkan variable dependen.

##### 4.2.4.2.1 Uji t Untuk Data Sebelum IPO

Dengan menggunakan SPSS 19, diperoleh output sebagai berikut:

**Tabel 4.18 Uji t- Test**

Model	T	Sig.
1 (Constant)	,915	.368
SQRTSTATE	-2,377	.025
SQRTWCT	2,293	.030
SQRTAC	,892	.380

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Berdasarkan hasil uji t yang disajikan dalam Tabel 4.19, variable kepemilikan pemerintah dan *working capital turnover* terbukti berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi (ROI) sebelum privatisasi, sedangkan variable *agency cost* terbukti tidak berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi (ROI) sebelum privatisasi. Hal tersebut juga didukung dengan hasil perhitungan  $t_{hitung} > t_{tabel}$ . Dari perhitungan  $t_{tabel}$ , diperoleh  $t_{tabel}$  sebesar 2,056. Berdasarkan hasil tersebut, hanya variable kepemilikan pemerintah dan *working capital efficiency* yang memiliki  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , yaitu kepemilikan pemerintah  $2,377 > 2,056$  dan *working capital efficiency*  $2,293 > 2,056$ . Tanda minus yang ada menunjukkan bahwa variabel kepemilikan pemerintah (X)

mempunyai hubungan yang berlawanan arah dengan variabel tingkat pengembalian investasi (Y).

#### 4.2.4.2.2 Uji t Untuk Data Sesudah IPO

Dengan menggunakan SPSS 19, diperoleh output sebagai berikut:

**Tabel 4.19 Uji t- Test**

Model	T	Sig.
1 (Constant)	-,845	.404
SQRTSTATE	3,788	.001
SQRTWCT	5,194	.000
SQRTAC	-2,250	.031

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Berdasarkan hasil uji t yang disajikan dalam Tabel 4.20, variable kepemilikan pemerintah, *working capital turnover*, dan *agency cost* terbukti berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi (ROI) sesudah privatisasi. Hal tersebut juga didukung dengan hasil perhitungan t hitung > t tabel. Dari perhitungan t tabel, diperoleh t tabel sebesar 2,037. Berdasarkan hasil tersebut, variable kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost* yang memiliki t hitung > t tabel, yaitu kepemilikan pemerintah  $3,654 > 2,037$  dan *working capital efficiency*  $5,097 > 2,037$  serta *agency cost*  $2,250 > 2,037$ . Tanda minus yang ada menunjukkan bahwa variabel *agency cost* (X) mempunyai hubungan yang berlawanan arah dengan variabel tingkat pengembalian investasi (Y).

#### 4.2.4.3 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi menunjukkan seberapa besar persentase variabel independen secara bersama-sama menerangkan variasi dependen.

##### 4.2.4.3.1 Koefisien Determinasi Sebelum Privatisasi

**Tabel 4.20 Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	,578 <sup>a</sup>	,334	,257

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Hasil pengujian menunjukkan *adjusted*  $R^2$  sebesar 0,257 atau 25,7%. Dapat dikatakan bahwa nilai variabel independen dapat dijelaskan oleh 25,7% dari nilai variabel dependen. Sedangkan sisanya disebabkan oleh variabel-variabel lain yang tidak tercakup dalam model regresi tersebut.

##### 4.2.4.3.2 Koefisien Determinasi Sesudah Privatisasi

**Tabel 4.21 Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	,709 <sup>a</sup>	,503	,456

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Hasil pengujian menunjukkan *adjusted*  $R^2$  sebesar 0,456 atau 45,6%. Dapat dikatakan bahwa nilai variabel independen dapat dijelaskan oleh 45,6% dari nilai variabel dependen. Sedangkan sisanya disebabkan oleh variabel-variabel lain yang tidak tercakup dalam model regresi tersebut.

#### 4.2.4.4 Hasil Pengujian *Paired Sample T Test*

Tabel 4.22 di bawah ini mendeskripsikan perubahan *mean* variabel ROI, kepemilikan pemerintah, WCT, dan AC pada BUMN sebelum dan sesudah privatisasi. Dari tabel tersebut dapat ditunjukkan bahwa dibandingkan dengan periode sebelum privatisasi, selama tiga tahun sesudah privatisasi dari keempat variabel tersebut hanya terjadi peningkatan pada *Return on Investment* sebesar 5,8% dan Kepemilikan Pemerintah sebesar 22,22%. Variabel lainnya, seperti *Working Capital Efficiency* dan *Agency Cost* mengalami penurunan masing-masing sebesar -4,45%, dan -4,14%.

**Tabel 4.22 Mean dan Perubahan Kinerja Keuangan BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi**

Variabel	Mean 3 Tahun Sebelum Privatisasi	Mean Sesudah Privatisasi s/d 2011	Ch1
SQRTROI	0,228	0,2413	5,8%
SQRTSTATE	65273,4741	79777,5727	22,22%
SQRTWCT	1,1968	1,1523	-4,45%
SQRTAC	0,5434	0,5020	-4,14%

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Untuk membuktikan apakah memang benar terjadi peningkatan *Return on Investment* dan kepemilikan pemerintah pada BUMN sesudah diprivatisasi, perlu dilakukan pengujian perbedaan *mean* dengan menggunakan *Paired Sample T Test*. Berdasarkan output SPSS versi 19 diperoleh hasil pengujian *paired sample t test* terhadap perbedaan *Return on Investment*, kepemilikan pemerintah, *working*

*capital efficiency*, dan *agency cost* sebelum dan sesudah privatisasi seperti disajikan pada Tabel 4.23.

**Tabel 4.23 Paired Sample T Test Sebelum dan Sesudah Privatisasi**

Compare Mean	T Hitung	T Tabel ( $\alpha$ 5%)	Sig	Kesimpulan
ROI	-0,763	1,690	0,451	Tidak Signifikan
STATE	-3,184	1,690	0,003	Signifikan
WCT	0,590	1,690	0,559	Tidak signifikan
AC	1,484	1,690	0,147	Tidak signifikan

Sumber: SPSS 19, data diolah peneliti (2013).

Dengan membandingkan antara t hitung dengan t tabel dapat diambil kesimpulan atas signifikansi peningkatan *Return on Investment* dan kepemilikan pemerintah sebelum dan sesudah privatisasi. Pada tingkat signifikansi  $\alpha$ , 5%,  $df = 35$ , dan uji dilakukan satu sisi diperoleh nilai t tabel 1,690. Dan dari nilai signifikansi, hanya kepemilikan pemerintah yang memiliki nilai signifikansi  $<0,05$ . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *mean* kepemilikan pemerintah pada BUMN sesudah privatisasi meningkat secara signifikan bila dibandingkan dengan periode sebelum privatisasi, dan *mean Return on Investment* tidak meningkat secara signifikan. Untuk *mean working capital turnover* dan *agency cost* juga tidak mengalami penurunan yang signifikan.

#### **4.2.5 Pembahasan**

##### **1. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi.**

Hipotesis pertama yang menyebutkan terdapat pengaruh antara kepemilikan pemerintah terhadap tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi diterima dengan adanya hasil penelitian diatas. Dilihat dari hasil uji t pada variabel kepemilikan pemerintah terdapat nilai t yang lebih kecil dari nilai alpha yaitu  $0,025 < 0,05$ . Besarnya kepemilikan pemerintah sebelum privatisasi tentu mengakibatkan konsentrasi kepemilikan yang kuat dan menimbulkan konflik agensi.

Dari data yang ada, tercatat dua BUMN yang mengalami penurunan ROI yang cukup besar setelah diprivatisasi yaitu PT Indofarma dan PT Kimia Farma. Padahal sebelum diprivatisasi BUMN ini memiliki ROI yang cukup tinggi yaitu sekitar 20% dan setelah diprivatisasi menjadi 2%, tentu saja hal ini membuat masyarakat penasaran. Terlepas dari apa yang terjadi dalam internal perusahaan dan dari kecurigaan banyak pihak, jelas terlihat bahwa proporsi kepemilikan pemerintah yang besar sebelum diprivatisasi membuat manajemen BUMN ini berusaha menutupi kinerjanya yang buruk.

Sebelum di privatisasi, BUMN masih mendapat bantuan subsidi dan hak monopoli pasar dari pemerintah sehingga memiliki daya saing yang rendah dengan perusahaan swasta lainnya. Dalam pengambilan keputusan operasional perusahaanpun, hak terbesar juga berada ditangan pemerintah selaku pemilik

saham. Semua dampak yang diakibatkan dari besaran kepemilikan pemerintah tentu akan berhubungan langsung pada hasil kinerja BUMN tersebut.

Seperti yang kita lihat bersama selama ini, BUMN dibawah kepemilikan pemerintah yang besar selalu dianggap tidak efisien dan tidak bisa menghasilkan keuntungan yang besar karena tidak diterapkannya *good corporate governance* karena masih belum jelasnya orientasi BUMN apakah untuk mencari laba atau hanya dijadikan alat politik bagi pemerintahan. Temuan ini mendukung hasil penelitian empiris D'Souza dan Megginson (1998) dan Zaroni (2004) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap kinerja keuangan BUMN.

## **2. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah Terhadap Tingkat Pengembalian Investasi BUMN Sesudah Privatisasi.**

Hipotesis kedua yang menyebutkan terdapat pengaruh antara kepemilikan pemerintah terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi diterima dengan adanya hasil penelitian diatas. Dilihat dari hasil uji t pada variabel kepemilikan pemerintah terdapat nilai t yang lebih kecil dari nilai alpha yaitu  $0,001 < 0,05$ . Besarnya kepemilikan pemerintah yang semakin berkurang sesudah privatisasi tentu mengakibatkan konsentrasi kepemilikan yang menyebar karena pelepasan saham-saham pemerintah kepada publik.

Jika dilihat dari data yang ada, BUMN yang mengalami peningkatan ROI cukup besar adalah BUMN yang melepas saham pemerintahnya diatas 35%. Seperti yang terjadi pada PT Bukit Asam, mereka melepas sebesar 35% dan

mampu menaikkan ROI mereka menjadi dua kali lipatnya. Lain lagi dengan PT Indofarma yang hanya melepas sahamnya sebesar 10%, mereka bahkan mengalami penurunan nilai ROI setelah diprivatisasi. Ini menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi.

Kebijakan setiap BUMN dalam menentukan berapa besaran jumlah saham pemerintah yang akan dilepas ke publik tentunya berbeda-beda. Perbedaan ini juga akan berpengaruh pada jumlah dana yang terserap oleh BUMN dari setiap lembar saham yang mereka lepas di pasar modal. Jika dana masyarakat yang diserap oleh BUMN tersebut berada dalam jumlah besar, tentunya BUMN akan bisa mengembangkan lebih jauh operasional perusahaannya sehingga akan memperoleh profitabilitas yang maksimal.

Namun, jika setelah melepas saham ternyata BUMN tersebut masih belum bisa menghasilkan profitabilitas dan tingkat pengembalian investasi yang meningkat secara signifikan, dikhawatirkan BUMN tersebut masih belum siap untuk lepas dari pengawasan pemerintah yang mana selama ini pemerintahlah yang menjadi sandaran utama BUMN dalam segala hal. Temuan ini mendukung hasil penelitian empiris D'Souza dan Megginson (1998) dan Zaroni (2004) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap kinerja keuangan BUMN sesudah privatisasi.

### **3. Pengaruh *Working Capital Efficiency* terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi.**

Hipotesis ketiga yang menyebutkan terdapat pengaruh antara *working capital efficiency* terhadap tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi diterima dengan adanya hasil penelitian diatas. Dari hasil uji t didapat nilai signifikansi sebesar 0,03 yang lebih kecil dibanding nilai alpha sebesar 0,05. Seperti yang tertera dalam teori efisiensi manajerial bahwa perusahaan yang dikelola secara efisien akan memperoleh laba diatas rata-rata laba normal. Sehingga, jika perusahaan tersebut tidak efisien, tentu akan mengurangi laba yang mereka hasilkan.

Dari data yang ada, beberapa BUMN yang memiliki *working capital turnover* yang rendah ternyata juga memiliki tingkat pengembalian investasi yang rendah pula dibanding BUMN lainnya. Seperti PT BNI yang memiliki nilai WCT 0,30 dan ROI nya hanya 0,5% saja. Begitu pula sebaliknya pada BUMN yang *working capital turnover*-nya cukup tinggi memiliki ROI yang lebih baik pula dibanding BUMN lainnya. Jelas terlihat bahwa dengan memiliki memperbaiki nilai *working capital efficiency*, maka secara langsung juga akan memperbaiki nilai ROI.

Keadaan BUMN sebelum IPO memang terkesan tidak efisien dimata masyarakat. Karena BUMN pada mulanya memegang bidang usaha yang strategis dan vital maka pemerintah memberi hak monopoli serta subsidi namun menjadi tidak efisien karena kurangnya kompetisi sehingga menyebabkan kegagalan pasar. Kegagalan pasar inilah yang mengakibatkan

rendahnya tingkat pengembalian investasi. Karena *working capital turnover* yang rendah pada saat sebelum privatisasi menunjukkan adanya kelebihan modal kerja yang mungkin disebabkan oleh rendahnya *turnover* persediaan, piutang, atau adanya saldo kas yang terlalu besar. Seharusnya kelebihan modal kerja pada BUMN tersebut digunakan untuk perluasan usaha sehingga *working capital turnover* perusahaan akan semakin baik dan dapat meningkatkan tingkat pengembalian investasi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chisti Khalid Ashraf (2012) yang menyatakan bahwa *working capital efficiency* memiliki hubungan yang kuat terhadap profitabilitas. Atau dengan kata lain, *working capital efficiency* memiliki pengaruh pada tingkat pengembalian investasi.

#### **4. Pengaruh *Working Capital Efficiency* terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi.**

Hipotesis keempat yang menyebutkan terdapat pengaruh antara *working capital efficiency* terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi diterima dengan adanya hasil penelitian diatas. Dari hasil uji t didapati nilai signifikansi sebesar 0,00 yang lebih kecil dibanding nilai alpha sebesar 0,05. Seperti yang tertera dalam teori efisiensi manajerial bahwa perusahaan yang dikelola secara efisien akan memperoleh laba diatas rata-rata laba normal. Sehingga, jika perusahaan tersebut tidak efisien, tentu akan mengurangi laba yang mereka hasilkan.

Dari data yang ada, beberapa BUMN yang memiliki *working capital turnover* yang rendah ternyata juga memiliki tingkat pengembalian investasi yang rendah pula dibanding BUMN lainnya. Seperti PT BNI yang memiliki nilai WCT 0,30 dan ROI nya hanya 0,5% saja. Begitu pula sebaliknya pada BUMN yang *working capital turnover*-nya cukup tinggi memiliki ROI yang lebih baik pula dibanding BUMN lainnya. Jelas terlihat bahwa dengan memiliki memperbaiki nilai *working capital efficiency*, maka secara langsung juga akan memperbaiki nilai ROI.

Setelah diprivatisasi, diharapkan manajemen BUMN bisa sedikit terlepas dari intervensi pemerintah. Sehingga mereka bisa lebih berorientasi pada maksimalisasi profit. Tentunya untuk mencapai tingkat pengembalian investasi yang tinggi agar dapat memuaskan para pemegang saham, manajemen harus bertindak seefisien mungkin dalam mengelola modal kerja mereka. Sama dengan masa sebelum privatisasi, *working capital efficiency* juga memiliki pengaruh yang signifikan pada tingkat pengembalian investasi setelah diprivatisasi. Pengaruh ini dapat dilihat dari mean pada *statistic deskriptif*, dimana terjadi penurunan *working capital turnover* dan peningkatan *return on investment* meskipun perubahannya tidak signifikan pada masa setelah diprivatisasi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chisti Khalid Ashraf (2012) yang menyatakan bahwa *working capital efficiency* memiliki hubungan yang kuat terhadap profitabilitas. Atau dengan

kata lain, *working capital efficiency* memiliki pengaruh pada tingkat pengembalian investasi baik sebelum maupun sesudah privatisasi.

#### **5. Pengaruh *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi.**

Hipotesis kelima yang menyebutkan terdapat pengaruh antara *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasi sebelum privatisasi ditolak dengan adanya hasil penelitian diatas. Dari hasil uji t didapati nilai signifikansi sebesar 0,380 yang lebih besar dibanding nilai alpha sebesar 0,05. Keberadaan *agency cost* yang tidak memiliki pengaruh pada tingkat pengembalian investasi pada BUMN sebelum privatisasi dikarenakan struktur kepemilikan pada BUMN yang masih dikuasai penuh oleh pemerintah.

Dari data yang ada, dapat dilihat pada PT Telkom yang memiliki nilai *agency cost* yang sangat tinggi sebesar 70% namun tidak mempengaruhi nilai ROI-nya yang masih lebih bagus dibanding ROI BUMN lain yang *agency cost*-nya rendah. Begitu pula dengan PT Adhi karya yang meskipun memiliki nilai *agency cost* yang sangat rendah sebesar 2,3%, namun ROI-nya tetap paling rendah dibanding BUMN yang lain. Keberagaman hasil analisis inilah yang mendukung hasil pengujian bahwa *agency cost* tidak berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum diprivatisasi.

Jadi, meskipun memiliki *discretionary expense* yang tinggi pada saat sebelum privatisasi, tapi hal tersebut tidak mempengaruhi kinerja perusahaan. Atau dengan kata lain, beban perusahaan tidak mempengaruhi kinerja

perusahaan (Khaira, 2010). Nilai *discretionary expense* yang lebih besar pada masa sebelum privatisasi mencerminkan bahwa memang harus mengeluarkan *agency cost* yang besar pula untuk mengurangi konflik keagenan dalam BUMN. Namun, meskipun *agency cost* terus dikururkan oleh pemerintah, tapi dalam keadaan BUMN yang masih belum efisien dan belum adanya penerapan *good corporate governance* serta masih menjadi alat politik, maka itu dirasa percuma saja karena kinerja BUMN akan tetap rendah sebelum masa privatisasi. Teori *property rights* menjelaskan mengenai hak kepemilikan suatu kekayaan sehingga jelas pertanggungjawabannya pada siapa. Sedangkan BUMN adalah perusahaan milik negara yang mana pengertian negaranya masih kurang jelas dan tentu akan membingungkan kemana arah pertanggungjawabannya.

Maka, meski mengeluarkan *agency cost* pun tentu belum akan berpengaruh pada tingkat pengembalian investasi BUMN tersebut. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Khaira Amalia (2010) yang menyatakan bahwa *agency cost* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan.

## **6. Pengaruh *Agency Cost* terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi.**

Hipotesis keenam yang menyebutkan terdapat pengaruh antara *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi diterima dengan adanya hasil penelitian diatas. Dari hasil uji t didapati nilai signifikansi sebesar

0,031 yang lebih kecil dibanding nilai alpha sebesar 0,05. Struktur kepemilikan pada BUMN sesudah privatisasi membuat *agency cost* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi.

Dari data yang ada, dapat dilihat bahwa BUMN yang mengalami penurunan nilai *agency cost* ternyata memiliki nilai ROI yang lebih baik dibanding BUMN yang mengalami peningkatan nilai *agency cost*-nya. PT Bank Mandiri yang mengalami peningkatan nilai *agency cost* sebesar 15% memiliki nilai ROI yang sangat rendah sebesar 1% dibanding ROI BUMN lain yang *agency cost*-nya menurun. Begitu pula dengan PT Bukit Asam yang mengalami penurunan nilai *agency cost* sebesar 28%, memiliki nilai ROI yang lebih bagus dibanding BUMN lain yang mengalami kenaikan nilai *agency cost*. Dari hasil analisis data ini bisa kita lihat bahwa *agency cost* berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN setelah diprivatisasi.

BUMN yang sudah melakukan privatisasi tentu mengalami penyebaran konsentrasi kepemilikan sehingga kemungkinan konflik keagenan pasti akan terjadi. Dimana saham BUMN masih dominan dikuasai oleh pemerintah, dan jika jajaran manajemen masih menggunakan posisi yang lama dikhawatirkan kebijakannya masih mengikuti pada budaya lama BUMN. Cai et al (2001) dalam Faizal (2009) menyatakan bahwa proporsi kepemilikan publik atau institusional bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen. Dengan mengeluarkan *agency cost*, para pemegang saham berharap dapat mengawasi kinerja manajemen dengan memberikan insentif agar lebih efisien untuk dapat menghasilkan tingkat pengembalian

investasi yang tinggi. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Khaira Amalia (2010) yang menyatakan bahwa *agency cost* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan.

**7. Kepemilikan Pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* secara simultan memiliki pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi.**

Berdasarkan uji stimultan (uji F), variable-variabel independen (kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost*) secara bersama-sama atau simultan berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi. Hal ini bisa dilihat dari signifikansinya pada table Anova yang terlampir dimana dihasilkan nilai signifikansi yang lebih kecil dari pada nilai  $\alpha$  yang sebesar 0,05 atau 5%. Jika dilihat dari *adjusted R square*-nya, ketiga variable tersebut hanya dapat menjelaskan sebanyak 25,7% dari tingkat pengembalian investasi. Hal ini berarti masih ada faktor-faktor lainnya yang mempengaruhi tingkat pengembalian investasi pada BUMN sebelum privatisasi.

Kepemilikan pemerintah yang besar dan dominan pada BUMN sebelum privatisasi membuat manajemen BUMN tidak bisa berorientasi kepada profit karena pemerintah mendominasi semua keputusan BUMN baik yang sifatnya strategis maupun operasional. BUMN yang mendapatkan subsidi dan hak monopoli dari pemerintah membuat BUMN tersebut menjadi tidak efisien dalam segala hal. Seperti yang sudah kita ketahui, banyak BUMN yang terus

merugi namun pemerintah terus memberikan subsidi dan mengeluarkan *agency cost* tanpa ada perbaikan pada *good corporate governance* BUMN tersebut. Sehingga muncul banyak isu-isu keagenan bahwa BUMN hanya dijadikan alat politik karena terlalu banyak intervensi pemerintah didalamnya. Hal inilah yang menyebabkan BUMN terus merugi dan tidak bisa menghasilkan tingkat pengembalian investasi yang baik dimata masyarakat.

Hubungan simultan antara kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi didukung oleh berbagai macam teori yang melatarbelakangi privatisasi pada BUMN. Ada teori agensi yang mendasari terjadinya konflik antara manajemen BUMN dengan pemerintah karena asimetri informasi yang membuat BUMN penuh dengan intervensi pemerintah dan menjadi alat politik seperti yang dijelaskan dalam teori pilihan publik. Pemerintah selaku pemilik saham BUMN tentu akan memberikan hak monopoli dan subsidi kepada BUMN sehingga membuat BUMN tersebut menjadi tidak efisien.

Bukti fenomena yang sudah kita ketahui selama ini adalah BUMN memiliki profitabilitas atau kinerja keuangan yang buruk. Nantinya, kombinasi dari ketiga variabel independen tersebut dapat membuat tingkat pengembalian investasi menjadi meningkat atau menurun. Ketiga variabel independen dalam penelitian ini lahir dari teori-teori tersebut sehingga adanya hubungan simultan terhadap tingkat pengembalian investasi memiliki dasar yang kuat.

**8. Kepemilikan Pemerintah, *Working Capital Efficiency*, dan *Agency Cost* secara simultan memiliki pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi.**

Berdasarkan uji simultan (uji F), variable-variabel independen (kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost*) secara bersama-sama atau simultan berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi. Hal ini bisa dilihat dari signifikansinya pada table Anova yang terlampir dimana dihasilkan nilai signifikansi yang lebih kecil dari pada nilai  $\alpha$  yang sebesar 0,05 atau 5%. Jika dilihat dari *adjusted R square*-nya, ketiga variable tersebut hanya dapat menjelaskan sebanyak 45,6 % dari tingkat pengembalian investasi. Hal ini berarti masih ada faktor-faktor lainnya yang mempengaruhi tingkat pengembalian investasi pada BUMN.

Perbedaan kebijakan BUMN dalam menentukan besaran jumlah saham pemerintah yang akan mereka lepas di pasar modal tentu akan berdampak langsung pada jumlah dana masyarakat yang dapat mereka serap untuk perluasan operasional perusahaan. Nantinya, dana ini akan menambah nilai aktiva bagi perusahaan. Semakin besar aktiva perusahaan, seharusnya semakin tinggi pula *working capital turnover* yang dihasilkan oleh BUMN sehingga akan semakin efisien. Dengan tercapainya efisiensi perusahaan, tentu akan mengurangi konflik agensi yang selama ini dikhawatirkan oleh pemegang saham. Berkurangnya konflik agensi tentu secara langsung juga akan mengurangi *agency cost* yang mana biayanya diambil dari total laba atau

dividen. Dengan bertambahnya dana, naiknya efisiensi serta berkurangnya biaya-biaya agensi tentu akan membawa dampak atau perubahan terhadap tingkat pengembalian investasi. Apakah nantinya tingkat pengembalian investasi akan meningkat atau menurun tergantung pada kebijakan masing-masing BUMN tersebut.

Hubungan simultan antara kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasi sesudah privatisasi didukung oleh berbagai macam teori yang melatarbelakangi privatisasi pada BUMN. Ada teori agensi yang mendasari terjadinya konflik antara manajemen BUMN dengan pemerintah karena asimetri informasi yang membuat BUMN penuh dengan intervensi pemerintah dan menjadi alat politik seperti yang dijelaskan dalam teori pilihan publik. Pemerintah selaku pemilik saham BUMN tentu akan memberikan hak monopoli dan subsidi kepada BUMN sehingga membuat BUMN tersebut menjadi tidak efisien.

Bukti fenomena yang sudah kita ketahui selama ini adalah BUMN memiliki profitabilitas atau kinerja keuangan yang buruk. Nantinya, kombinasi dari ketiga variabel independen tersebut dapat membuat tingkat pengembalian investasi menjadi meningkat atau menurun. Ketiga variabel independen dalam penelitian ini lahir dari teori-teori tersebut sehingga adanya hubungan simultan terhadap tingkat pengembalian investasi memiliki dasar yang kuat.

## **9. Terdapat Perbedaan Signifikan Tingkat Pengembalian Investasi pada BUMN antara sebelum dan sesudah privatisasi.**

Hipotesis kesembilan yang menyebutkan terdapat perbedaan signifikan antara tingkat pengembalian investasi sebelum dan sesudah privatisasi ditolak dengan adanya hasil penelitian diatas. Meskipun terdapat rata-rata perbedaan tingkat pengembalian investasi sebesar 0,0133 namun perbedaan ini tidaklah signifikan. Nampaknya, privatisasi belum cukup efektif membawa peningkatan kinerja perusahaan, karena kontrol sebagian besar masih dimiliki oleh pemerintah yang menyebabkan intervensi pemerintah terhadap operasional perusahaan masih ada. Serta terjadi pengambilalihan terhadap hak pemegang saham minoritas menyebabkan tujuan privatisasi yang semula meningkatkan kinerja perusahaan belum tercapai dengan baik (D'Souza dan Megginson, 1999).

Ada beberapa BUMN yang bahkan mengalami penurunan tingkat pengembalian investasi setelah perusahaan tersebut di privatisasi. Terjadi pada PT Indofarma dan PT Kimia Farma yang bergerak diindustri farmasi. Pada kedua BUMN ini mengalami penurunan masing-masing sekitar 15% dan 20%. Hanya ada 4 BUMN yang mengalami peningkatan ROI yaitu PT Bukit Asam, PT Timah, PT Telkom dan PT PGN yang mengalami kenaikan yang cukup besar. Selebihnya, ada 6 BUMN yang hanya mengalami kenaikan ROI sebesar 1% saja setelah diprivatisasi.

Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2007) dalam Antonia dan Sri (2009) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan BUMN

setelah privatisasi belum mampu meningkatkan nilai tambah ekonomi walaupun sebagian besar kepemilikan BUMN sudah berada ditangan publik. Dan juga, BUMN memiliki tujuan politis dan sosial yang lebih dominan dibandingkan dengan tujuan keuntungan. Selain itu, pengambilalihan hak pemegang saham minoritas dalam BUMN membuat *corporate governance* menjadi tidak efektif.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Zaroni (2004) serta Pham dan Charlin (2008), yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan dari salah satu pengukuran kinerja keuangan yaitu *return on assets* atau bahkan mengalami penurunan kinerja. Namun hasil penelitian ini berbeda dari penelitian D'Souza dan Megginson (1999) yang menunjukkan bahwa hasil profitabilitas mengalami perubahan yang signifikan setelah privatisasi.

#### **10. Terdapat Perbedaan Signifikan Kepemilikan Saham Pemerintah pada BUMN antara sebelum dan sesudah privatisasi.**

Hipotesis kesepuluh yang menyebutkan terdapat perbedaan signifikan kepemilikan saham pemerintah sebelum dan sesudah privatisasi diterima dengan adanya hasil penelitian diatas. Sesuai dengan makna privatisasi, yang kegiatannya melepas beberapa bagian saham milik pemerintah kepada publik melalui penyertaan saham perdana di BEI. Tampaknya, beberapa BUMN yang sudah melakukan IPO memang sangat membutuhkan banyak tambahan dana dari masyarakat untuk peningkatan kegiatan operasional perusahaan.

Hal ini dibuktikan dengan terdapatnya beberapa BUMN yang jumlah saham milik pemerintahnya dilepas ke masyarakat lebih dari 30%, namun tidak melebihi batas yang dianjurkan. Dan ada dua BUMN yang hanya sedikit melepas kepemilikan saham pemerintahnya, yaitu PT Kimia Farma dan PT Indofarma yang masih memiliki sekitar 80% dan 90% saham pemerintah didalam perusahaannya. BUMN yang melepas sedikit saham pemerintah bisa jadi disebabkan karena tuntutan untuk melakukan reformasi dalam tata kelolanya (*corporate governance*). Agar BUMN lebih *accountable* dan responsif terhadap tuntutan konsumen dan terhindar dari isu-isu keagenan antara BUMN dan pemerintah yang selama ini terus menjadi isu hangat dikalangan masyarakat.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Haque (2000). Haque menyatakan bahwa alasan formal privatisasi yang dinyatakan oleh banyak negara-negara berkembang salah satunya adalah meningkatkan kepemilikan publik, dan tujuan ini tercapai dengan melihat fakta dan dari hasil penelitian ini.

#### **11. Terdapat Perbedaan Signifikan *Working Capital Efficiency* Pada BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi.**

Hipotesis kesebelas yang menyebutkan terdapat perbedaan signifikan *working capital efficiency* sebelum dan sesudah privatisasi ditolak dengan adanya hasil penelitian diatas. Dalam penelitian ini, meskipun memang terdapat perbedaan *working capital efficiency* sebelum dan sesudah privatisasi, namun perbedaan ini tidaklah signifikan. Dalam *statistic descriptive*, jelas

terlihat ada penurunan rata-rata *working capital turnover* sebesar 4,45%. Penurunan ini tentunya menggambarkan adanya tingkat perputaran modal kerja yang semakin tidak efisien, karena semakin sedikit hasil penjualan yang bisa dihasilkan oleh Rp. 1 dari aktiva yang dimiliki. Atau dengan kata lain semakin kecil perputaran aktiva yang digunakan untuk menghasilkan penjualan.

Dari data yang ada, hanya 5 BUMN yang mengalami peningkatan *working capital turnover*, namun peningkatan tersebut sangat rendah seperti PT Telkom, PT Timah, PT Indofarma, PT Kimia Farma, dan PT BNI. Delapan BUMN lainnya mengalami penurunan *working capital turnover*. Menurunnya *working capital turnover* tersebut diakibatkan karena pertumbuhan penjualan yang tidak sebanding dengan pertumbuhan total aktiva. BUMN yang sudah diprivatisasi, akan mendapatkan banyak dana sehingga aktiva mereka meningkat pesat. Seharusnya aktiva tersebut dimanfaatkan secara maksimal dan efisien sehingga bisa menghasilkan penjualan yang meningkat pula. Sepertinya penurunan nilai *working capital turnover* tersebut diakibatkan oleh penumpukan aktiva seperti piutang, persediaan dan sebagainya.

Tujuan privatisasi yang awalnya ingin meningkatkan efisiensi pada BUMN, sepertinya belum tercapai karena peningkatan *working capital turnover* yang menurun tersebut. Hal ini bisa saja disebabkan karena sebagian besar kontrol perusahaan masih berada di tangan pemerintah baik dalam penentuan alokasi sumber daya dan *reward*, yang menyebabkan manajemen kekurangan insentif dalam memanfaatkan sumber daya yang dimiliki perusahaan secara efisien seperti yang dijelaskan dalam teori *property right*.

Selain itu berbeda dengan pasar di negara maju, deregulasi pasar di Indonesia masih belum maksimal untuk mendukung pasar.

Ditambah lagi dengan kenyataan yang ada bahwa, kemandirian BUMN masih relatif sulit diwujudkan, kekuasaan-kekuasaan tertentu masih mewarnai pengambilan keputusan BUMN yang diprivatisasi, dibandingkan dengan keputusan ekonomis yang *profitable*. Dengan demikian secara umum BUMN yang diprivatisasi belum dapat mewujudkan prinsip kemandirian. Secara substansi, BUMN yang diprivatisasi belum menyentuh struktur dan mekanisme *Good governance* (Akhmad Syakhroza dalam Avianti, 2005), sehingga efisiensi, profesionalisme dan berdaya saing, belum dapat diwujudkan.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pham dan Carlin (2008) serta penelitian D'Souza dan Megginson (1999) yang menyatakan bahwa terdapat perbaikan dalam manajemen modal kerja setelah privatisasi dan perubahan yang signifikan pada efisiensi perusahaan.

## **12. Terdapat Perbedaan Signifikan *Agency Cost* Pada BUMN Sebelum dan Sesudah Privatisasi.**

Hipotesis duabelas yang menyebutkan terdapat perbedaan signifikan *agency cost* sebelum dan sesudah privatisasi ditolak dengan adanya hasil penelitian diatas. Dalam data *statistic deskriptive*, terdapat penurunan nilai *agency cost* sebelum dan sesudah privatisasi sebesar 4,14% namun perubahan ini tidaklah signifikan. *Agency cost* yang dikeluarkan oleh pemegang saham

untuk mengurangi terjadinya isu-isu keagenan dalam perusahaan semakin rendah nilainya dibandingkan sebelum privatisasi.

Ada 8 BUMN yang mengalami penurunan nilai *agency cost* setelah di privatisasi, namun 5 BUMN lainnya mengalami kenaikan nilai *agency cost* seperti PT BNI, PT Indofarma, PT Kimia Farma, PT Adhi Karya, dan PT Bank Mandiri. Penurunan nilai *agency cost* yang tidak signifikan tersebut disebabkan karena pertumbuhan penjualan yang sedikit lebih tinggi dibanding total *discretionary expense*-nya. Penurunan nilai *agency cost* yang paling terlihat jelas ada pada PT BRI, perusahaan ini mampu mengurangi nilai *agency cost* nya sebanyak 50% setelah di privatisasi. Namun beberapa BUMN lainnya hanya mengalami penurunan yang rendah. Penurunan nilai *agency cost* ini memperlihatkan adanya efisiensi pada *discretionary expense* setelah diprivatisasi.

Terkonsentrasinya kepemilikan Negara sebelum privatisasi di dalam BUMN bisa menimbulkan *agency problem* dalam pengelolaannya. Hal ini sejalan dengan Simon Wong (2004), bahwa sebagian besar BUMN di negara berkembang memiliki kelemahan tata kelola, antara lain masalah *agency problem* yang menyebabkan intervensi pemerintah dalam pengelolaan BUMN cukup tinggi. *Agency problem* yang tinggi tentu akan menimbulkan *agency cost* yang tinggi pula pada masa sebelum privatisasi. Sebelum masa privatisasi, sebagian modal BUMN berasal dari hutang, sehingga beban bunga akan menjadi besar. Sedangkan setelah masa privatisasi, BUMN mendapatkan tambahan modal dari investor dan dana tersebut ada yang dipakai untuk

pembayaran utang perusahaan. Oleh karena itu, *discretionary expense* setelah privatisasi akan berkurang. Sehingga jelaslah mengapa *agency cost* pada masa sebelum privatisasi lebih besar dibanding masa sesudah privatisasi meskipun perbedaannya tidak signifikan.

## **BAB V**

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

#### **5.1 Kesimpulan**

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menguji pengaruh secara parsial dan simultan antara kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency* dan *agency cost* terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN serta untuk menguji apakah terdapat perbedaan yang signifikan dari variabel-variabel antara sebelum dan sesudah privatisasi. Periode penelitian diambil selama 3 tahun sebelum privatisasi dan 3 tahun setelah privatisasi yaitu sejak tahun 2009-2011 dengan sampel adalah perusahaan BUMN yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan pengujian dan analisis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, maka kesimpulan yang dapat diambil diantaranya adalah sebagai berikut:

1. Kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost* secara simultan terbukti berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi pada BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebelum privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai F hitung  $>$  F tabel yaitu  $4,350 > 2,98$  dan signifikansi  $0,013 <$  taraf signifikansi  $0,05$ .
2. Kepemilikan pemerintah, *working capital efficiency*, dan *agency cost* secara simultan terbukti berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi pada BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sesudah privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai F hitung  $>$  F tabel yaitu  $10,784 > 2,87$  dan signifikansi  $0,000 <$  taraf signifikansi  $0,05$ .

3. Kepemilikan pemerintah terbukti berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai  $t$  hitung  $2,377 > t$  tabel  $2,056$  pada tingkat signifikansi  $0,025 < \text{taraf signifikansi } 0,05$ . Dalam penelitian ini, kepemilikan pemerintah yang diukur dengan melihat jumlah lembar saham pemerintah mengindikasikan bahwa semakin berkurang kepemilikan pemerintah, maka semakin meningkat pula tingkat pengembalian investasi. Sehingga banyak pihak yang menyarankan agar BUMN diprivatisasi sesegera mungkin.
4. Kepemilikan pemerintah terbukti berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai  $t$  hitung  $3,788 > t$  tabel  $2,037$  pada tingkat signifikansi  $0,001 < \text{taraf signifikansi } 0,05$ . Dalam penelitian ini, kepemilikan pemerintah yang diukur dengan melihat jumlah lembar saham pemerintah mengindikasikan bahwa jika jumlah kepemilikan pemerintah ditambah, maka akan semakin meningkatkan tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi. Alangkah baiknya jika kebijakan privatisasi dilakukan jika sebuah BUMN memang telah benar-benar siap untuk dilepas kemandiriannya.
5. *Working capital efficiency* terbukti berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai  $t$  hitung  $2,293 > t$  tabel  $2,037$  pada tingkat signifikansi  $0,030 < \text{taraf signifikansi } 0,05$ . Dalam penelitian ini, *Working capital efficiency* yang diukur dengan *working capital turnover* mengindikasikan bahwa jika *working capital turnover* meningkat, maka akan semakin

meningkatkan tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi. Sebelum diprivatisasi, BUMN belum mencapai efisiensi karena masih berada didalam naungan pemerintah sehingga menghasilkan tingkat pengembalian investasi yang kecil.

6. *Working capital efficiency* terbukti berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai  $t$  hitung  $5,194 > t$  tabel  $2,037$  pada tingkat signifikansi  $0,000 < \text{taraf signifikansi } 0,05$ . Dalam penelitian ini, *Working capital efficiency* yang diukur dengan *working capital turnover* mengindikasikan bahwa jika *working capital turnover* meningkat, maka akan semakin meningkatkan tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi. Jika setelah diprivatisasi, BUMN dapat lebih memanfaatkan modal kerja mereka sehingga akan lebih banyak pendapatan yang masuk dan meningkatkan tingkat pengembalian investasi mereka..
7. *Agency Cost* terbukti tidak berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai  $t$  hitung  $0,892 < t$  tabel  $2,037$  pada tingkat signifikansi  $0,380 > \text{taraf signifikansi } 0,05$ . Dalam penelitian ini, *Agency Cost* yang diukur dengan rasio *discretionary expense* terhadap penjualan mengindikasikan bahwa jika *Agency Cost* meningkat, maka akan semakin meningkatkan tingkat pengembalian investasi BUMN sebelum privatisasi. Namun dengan kondisi dimana BUMN masih berada dalam naungan pemerintah, maka dirasa

sebesar apapun *agency cost* yang dikeluarkan tidak akan memberikan manfaat nyata bagi BUMN itu sendiri.

8. *Agency Cost* terbukti berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai t hitung  $2,250 > t$  tabel  $2,037$  pada tingkat signifikansi  $0,031 < \text{taraf signifikansi } 0,05$ . Dalam penelitian ini, *Agency Cost* yang diukur dengan rasio *discretionary expense* terhadap penjualan mengindikasikan bahwa jika *Agency Cost* meningkat, maka akan menurunkan tingkat pengembalian investasi BUMN sesudah privatisasi. *Agency cost* tidak boleh dibiarkan membengkak pada sebuah BUMN yang diprivatisasi sehingga banyak manajemen BUMN yang menggalakka penerapan *good corporate governance* untuk meminimalisir kemungkinan tersebut.
9. Tidak terdapat perbedaan tingkat pengembalian investasi yang signifikan antara sebelum dan sesudah privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai t hitung  $0,763 < t$  tabel  $1,690$  pada tingkat signifikansi  $0,451 > \text{taraf signifikansi } 0,05$ . Perbedaan tersebut hanya kecil, yaitu sebesar  $5,8\%$ . Sehingga dapat disimpulkan bahwa privatisasi belum efektif untuk meningkatkan tingkat pengembalian investasi pada BUMN.
10. Terdapat perbedaan kepemilikan pemerintah yang signifikan antara sebelum dan sesudah privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai t hitung  $3,184 > t$  tabel  $1,690$  pada tingkat signifikansi  $0,03 < \text{taraf signifikansi } 0,05$ . Terdapat perbedaan yang cukup besar, yaitu sebesar  $22,22\%$ . Sehingga tujuan

pemerintah untuk mengurangi kepemilikannya pada BUMN melalui privatisasi dapat disimpulkan tercapai dengan baik.

11. Tidak terdapat perbedaan *working capital efficiency* yang signifikan antara sebelum dan sesudah privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai t hitung  $0,590 < t \text{ tabel } 1,690$  pada tingkat signifikansi  $0,559 >$  taraf signifikansi 0,05. Meskipun terdapat penurunan nilai, namun penurunan ini hanya kecil yaitu sebesar 4,45%. Dari hasil penelitian, maka dapat disimpulkan bahwa privatisasi belum efektif dalam meningkatkan *working capital efficiency* pada BUMN.
12. Tidak terdapat perbedaan *agency cost* yang signifikan antara sebelum dan sesudah privatisasi. Hasil tersebut diperoleh berdasarkan nilai t hitung  $1,484 < t \text{ tabel } 1,690$  pada tingkat signifikansi  $0,147 >$  taraf signifikansi 0,05. Meskipun terdapat penurunan nilai, namun penurunan ini hanya kecil yaitu sebesar 4,14%. Dari hasil penelitian, maka dapat disimpulkan bahwa privatisasi belum efektif dalam menurunkan *agency cost* pada BUMN.

## 5.2 Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu diantaranya:

1. Observasi data pengamatan yang digunakan sangat terbatas karena jumlah BUMN yang diprivatisasi sampai dengan tahun 2008 masih sangat sedikit, sehingga model regresi yang dihasilkan dari pengolahan data kemungkinan berbeda jika pada penelitian berikutnya observasi data pengamatan semakin banyak.

2. Penelitian ini tidak dapat mengikutsertakan laporan keuangan perusahaan tahun 2012 karena belum dipublikasikan secara lengkap, sehingga hasil yang didapatkan dalam penelitian kurang menggambarkan keadaan terkini.
3. Sebelum tahun penelitian 2009, terjadi peristiwa krisis keuangan pada tahun 2008 yang kemungkinan besar akan turut mempengaruhi kinerja pada laporan keuangan tahun 2009 dan juga akan mempengaruhi hasil penelitian.

### 5.3 Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang ada, maka saran yang dapat diberikan diantaranya adalah:

1. Bagi pemerintah, agar meninjau ulang kebijakan dan keputusan untuk melakukan privatisasi melalui IPO terhadap BUMN dan mencari alternatif lain yang lebih baik. Agar kedepannya kebijakan tersebut dapat membangun profitabilitas BUMN yang semakin baik.
2. Bagi investor, agar tidak hanya memperhatikan kinerja keuangan saja, tapi juga memperhatikan hal-hal lain yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian investasi di suatu BUMN.
3. Bagi manajemen BUMN agar terus meningkatkan kinerja mereka dengan menerapkan *good corporate governance* agar manfaat baik dari privatisasi dapat dirasakan dan dilihat oleh semua pihak.

4. Bagi penelitian selanjutnya:

- a. Bagi peneliti selanjutnya sebaiknya menambah jumlah sampel BUMN tersebut dan juga menambah jumlah tahun pengamatannya hingga tahun 2012.
- b. Disarankan perlu adanya pemilihan tahun penelitian di luar tahun terjadinya krisis moneter.
- c. Menggunakan variabel lain selain yang sudah ada dalam penelitian ini agar dapat lebih menggambarkan hal-hal apa yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian investasi pada BUMN.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agoes, Sukrisno dan I Cenik Ardana. 2009. *Etika Bisnis dan Profesi : Tantangan Membangun Manusia Seutuhnya*. Jakarta : Salemba Empat.
- Al-debi'e, Mamoun. 2011. *Working Capital Management and Profitability: The Case of Industrial Firms in Jordan*. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* ISSN 1450-2275 Issue 36.
- Anthony, Robert N dan Vijay Govindarajan. 2005. *Sistem Pengendalian Manajemen*. Jakarta : Salemba Empat.
- Antonia, dan Sri Hasnawati. Analisis kinerja keuangan BUMN sebelum dan sesudah privatisasi di indonesia. *Telaah manajemen vol.4, No. 2 November 2009*.
- Ashraf, Chisti Khalid. 2012. *The Relationship between Working Capital Efficiency and Profitability*. *The Journal of Advance in Management* Vol. 5 (12) Dec. (2012).
- Avianti, Ilya. Privatisasi BUMN dan Penegakan *Good Corporate Governance* dan Kinerja BUMN. Universitas Padjadjaran, *Volume 10, No.1, Th. 2006: Hal. 57-65*
- Bastian, Indra. 2002. *Privatisasi di Indonesia : Teori dan Implementasi*. Jakarta : Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F dan Joel F. Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- D'Souza, Juliet, William Megginson, Robert Nash. 2001. *Determinants of Performance Improved Privatized Firms : The Role of Restructuring and Corporate Governance*. *Journal of Finance*, <http://wmegginson@ou.edu>. Diakses 5 Maret 2013.
- Fachrudin, Khaira Amalia. 2011. Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan *Agency Cost* Terhadap Kinerja Perusahaan. *JURNAL AKUNTANSI DAN KEUANGAN*, VOL. 13, NO. 1, MEI 2011: 37-46.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Haque, M.Samsul. 2000. Privatization in Developing Countries; Formal Causes, Critical Reason, and Adverse Impact, in *Ali Farazmand (ed) Privatization or Public Enterprise reform? (Westport, Conn : Greenwood Press, 2000, pp 217-238)*

<http://economy.okezone.com/read/2011/04/13/320/445672/bumn-dimintabangun-infrastruktur> (Diakses pada tanggal 6 Maret 2013).

<http://www.hukumonline.com/klinik/detail/lt50629054c7269/status-hukum-anak-perusahaan-bumn> (Diakses tanggal 15 Maret 2013).

Ika, Syahrir dan Agunan P/ Samosir. Analisis Privatisasi BUMN Dalam Rangka Pembiayaan APBN. *Kajian Ekonomi dan Keuangan vol. 6 no.4 2002.*

Ikhsan, Arfan. 2008. *Metodologi Penelitian Akuntansi Keperilakuan*. Jogjakarta : Graha Ilmu.

J. Keown, Arthur, John D.Martin, J. William Petty, David F. Scott. 2008. *Manajemen Keuangan*. Jakarta : Indeks.

Jensen, Michael dan William H.Meckling. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

*Keputusan Menteri BUMN No.KEP-100/MBU/2002*

Lin, Kun Lin. 2006. *Study on Related Party Transaction with Mainland China in Taiwan Enterprises, Dissertation*, Departemen Manajemen, Universitas Guo Li Cheng Gong, China.

Mardiasmo. 2009. *Akuntansi Sektor Publik*. Yogyakarta : ANDI

Munawir. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. Jogjakarta: Liberti.

Pham, Cuong Duc, dan Tyrone M Carlin. 2008. *Financial Performance Of Privatized State-Owned Enterprises (SOEs) In Vietnam.*  
<http://www.mgsm.edu.au/research>

Riahi, Ahmed dan Belkaoui. 2006. *Teori Akuntansi*. Jakarta : Salemba Empat.

Siagian, Dergribson dan Sugiarto. 2006. *Metode Statistika*. Jakarta: Gramedia.

Sitio, Arifin, dan Halomoan. 2001. *Koperasi; Teori dan Praktis*. Jakarta : Erlangga.

- Suryabrata, Sumadi. 2011. *Metodologi Penelitian*. Jakarta : Rajagrafindo Persada.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2003 Tentang Badan Usaha Milik Negara.*
- Walsh, Ciaran. 2003. *Key Management Ratios*. Jakarta : Erlangga.
- Wong, Simon. 2004. *Improving Corporate Governance in SOEs: An Integrated Approach*. *Corporate Governance International, Volume 7, Issue 2*.
- Yusralaini, Amir Hasan, dan Imelga Helen. 2009. Pengaruh Perputaran Modal Kerja, Struktur Modal, Umur Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas. *Jurnal Ekonomi Volume 17 Nomor 3 Desember 2009*.
- Zaroni. 2004. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing, dan Pergantian CEO Terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara Sesudah Diprivatisasi. *Simposium Nasional Akuntansi VII Denpasar, Bali*.

## Lampiran 1

### Daftar Perusahaan Sampel Sebelum Privatisasi

No.	KODE	Nama Perusahaan	Tanggal IPO
1	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	14 November 1995
2	TINS	Timah (Persero) Tbk	19 Oktober 1995
3	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	26 November 1996
4	INAF	Indofarma (Persero) Tbk	17 April 2001
5	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk	4 Juli 2001
6	PTBA	Bukit Asam (Persero) Tbk	23 Desember 2002
7	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	15 Desember 2003
8	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk	14 Juli 2003
9	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	18 Maret 2004
10	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk	29 Oktober 2007
11	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk	12 November 2007
12	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk	27 November 1997
13	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	10 November 2003

### Daftar Perusahaan Sampel Sesudah Privatisasi

No.	KODE	Nama Perusahaan
1	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk
2	TINS	Timah (Persero) Tbk
3	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
4	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk
5	INAF	Indofarma (Persero) Tbk
6	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk
7	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk
8	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk
9	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk

10	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
11	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk
12	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk

#### Daftar Perusahaan Sampel Untuk Paired T Test

No.	KODE	Nama Perusahaan
1	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk
2	TINS	Timah (Persero) Tbk
3	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
4	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk
5	INAF	Indofarma (Persero) Tbk
6	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk
7	PTBA	Bukit Asam (Persero) Tbk
8	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk
9	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk
10	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk
11	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
12	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk

**Lampiran 2**  
**Data Setelah Melalui Uji Asumsi Klasik, Regresi, dan Paired Sample T**  
**Test**

**Sebelum Privatisasi**

NO	KODE	Nama Perusahaan	Tahun	ROI	STATE	WCT	AC
1	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,067641	8.400.000.000	1,90353	0,93032
			Tahun ke-2	0,054336	8.400.000.000	1,63432	0,99358
			Tahun ke-3	0,038407	8.400.000.000	1,50750	1,07427
2	TINS	Timah (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,248565	452.972.000	1,39285	0,20332
			Tahun ke-2	0,064183	452.972.000	1,40158	0,22155
			Tahun ke-3	0,096913	452.972.000	1,42145	0,19627
3	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,008516	3.255.095.999	0,30329	0,27649
			Tahun ke-2	0,005841	3.255.095.999	0,26864	0,35947
			Tahun ke-3	0,005337	3.255.095.999	0,29963	0,33037
4	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,045108	800.000.000	2,95986	0,24337
			Tahun ke-2	0,064404	800.000.000	3,61937	0,28556
			Tahun ke-3	0,024869	800.000.000	1,78140	0,17101
5	INAF	Indofarma (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,204937	2.500.000.000	1,13998	0,37107
			Tahun ke-2	0,240566	2.500.000.000	0,93208	0,14320
			Tahun ke-3	0,086328	2.500.000.000	0,60414	0,12696
6	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,176076	5.000.000.000	2,37775	0,20026
			Tahun ke-2	0,139529	5.000.000.000	1,79790	0,23642
			Tahun ke-3	0,1069	5.000.000.000	1,39505	0,21524
7	PTBA	Bukit Asam (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,141786	2.100.000.000	1,88304	0,18970
			Tahun ke-2	0,096729	2.100.000.000	1,91616	0,22961
			Tahun ke-3	0,174426	2.100.000.000	1,91839	0,24441
8	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,193362	3.500.000.000	1,74343	0,22460
			Tahun ke-2	0,07246	3.500.000.000	1,76386	0,24183
			Tahun ke-3	0,001985	3.500.000.000	1,82796	0,27447

9	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,01432	20.000.000.000	1,09576	0,15560
			Tahun ke-2	0,010468	20.000.000.000	0,64368	0,10848
			Tahun ke-3	0,004663	20.000.000.000	1,01765	0,11925
10	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,027776	1.360.000.000	2,07450	0,02341
			Tahun ke-2	0,038854	1.360.000.000	1,65868	0,02791
			Tahun ke-3	0,037739	1.360.000.000	1,16473	0,02169
11	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,017662	10.000.000.000	0,30729	0,64276
			Tahun ke-2	0,013964	10.000.000.000	0,31842	0,60318
			Tahun ke-3	0,005111	10.000.000.000	0,27810	1,35553
12	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,035364	4.000.000.000	1,35762	0,05504
			Tahun ke-2	0,032595	4.000.000.000	1,59035	0,06062
			Tahun ke-3	0,036653	4.000.000.000	1,57706	0,05719
13	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk	Tahun ke-1	0,045103	4.760.000.000	2,78658	0,95992
			Tahun ke-2	0,031587	4.760.000.000	4,21517	0,89283
			Tahun ke-3	0,02896	4.760.000.000	6,14248	0,81624

**Sesudah Privatisasi**

<b>NO</b>	<b>KODE</b>	<b>Nama Perusahaan</b>	<b>Tahun</b>	<b>ROI</b>	<b>STATE</b>	<b>WCT</b>	<b>AC</b>
1	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	2009	0,117	10.320.470.711	4,181	0,694
			2010	0,116	10.320.470.711	3,664	0,700
			2011	0,106	10.320.470.711	3,352	0,718
2	TINS	Timah (Persero) Tbk	2009	0,065	3.271.469.999	2,430	0,067
			2010	0,161	3.271.469.999	2,030	0,075
			2011	0,137	3.271.469.999	1,889	0,078
3	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	2009	0,011	11.446.082.745	0,281	0,411
			2010	0,017	11.446.082.745	0,262	0,512
			2011	0,019	11.446.082.745	0,239	0,538
4	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk	2009	0,061	6.199.999.999	1,602	0,075
			2010	0,137	6.199.999.999	1,152	0,127
			2011	0,127	6.199.999.999	1,136	0,104
5	INAF	Indofarma (Persero) Tbk	2009	0,003	2.500.000.000	1,936	0,261
			2010	0,017	2.500.000.000	1,797	0,274
			2011	0,033	2.500.000.000	1,703	0,270
6	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk	2009	0,040	4.999.999.999	2,796	0,246
			2010	0,084	4.999.999.999	2,794	0,243
			2011	0,096	4.999.999.999	2,756	0,238
7	PTBA	Bukit Asam (Persero) Tbk	2009	0,338	1.498.087.500	1,319	0,145
			2010	0,230	1.498.087.500	1,190	0,170
			2011	0,268	1.498.087.500	1,194	0,153
8	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	2009	0,217	13.809.038.755	1,946	0,205
			2010	0,194	13.809.038.755	1,426	0,217
			2011	0,192	13.809.038.755	1,433	0,198
9	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk	2009	0,018	13.999.999.999	0,355	0,307
			2010	0,020	13.999.999.999	0,342	0,356
			2011	0,022	13.999.999.999	0,313	0,432

10	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2009	0,029	918.680.000	1,482	0,042
			2010	0,038	918.680.000	1,439	0,057
			2011	0,030	918.680.000	1,245	0,049
11	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	2009	0,023	6.999.999.999	0,372	0,338
			2010	0,028	6.999.999.999	0,316	0,361
			2011	0,032	6.999.999.999	0,308	0,355
12	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk	2009	0,061	4.759.999.999	1,076	0,790
			2010	0,063	4.759.999.999	1,071	0,720
			2011	0,053	4.759.999.999	1,241	0,689
13	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk	2009	0,033	3.999.999.999	1,328	0,032
			2010	0,045	3.999.999.999	1,176	0,017
			2011	0,044	3.999.999.999	1,326	0,029

### Lampiran 3

#### Hasil SPSS Untuk Paired Sample T Test

#### Uji Statistic Descriptive Untuk Paired Sample T Test

##### Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROISBL	36	,0020	,2486	,073181	,0714035
ROISSD	36	,0029	,3377	,087464	,0832862
STATESBL	36	452972000	20000000000	5,11E9	5,350E9
STATESSD	36	918680000	13999999999	6,83E9	4,671E9
WCTSBL	36	,270	3,620	1,41306	,752671
WCTSSD	36	,240	4,180	1,51417	1,007691
ACSBL	36	,022	1,356	,31151	,314107
ACSSD	36	,017	,719	,25273	,195754
Valid N (listwise)	36				

### Uji Skewness Kurtosis Untuk Paired Sample T Test

#### Descriptive Statistics

	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
SQRTROISBL	36	,770	,393	-,136	,768
SQRTROISSD	36	,537	,393	-,651	,768
SQRTSTATESBL	36	,866	,393	,572	,768
SQRTSTATESSD	36	-,034	,393	-1,028	,768
SQRTWCTSBL	36	,566	,393	1,100	,768
SQRTWCTSSD	36	,025	,393	-,623	,768
SQRTACSBL	36	,684	,393	-,375	,768
SQRTACSSD	36	,100	,393	-1,035	,768
Valid N (listwise)	36				

### Uji Kolomogorov Smirnov Untuk Paired Sample T Test

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		SQRTR OISBL	SQRTR OISSD	SQRTS TATESB L	SQRTS TATESS D	SQRTW CTSBL	SQRTW CTSSD	SQRTA CSBL	SQRTA CSSD
N		36	36	36	36	36	36	36	36
Normal	Mean	,2228	,2413	65723,4	79777,5	1,1968	1,1523	,5434	,5020
Parameters <sup>a,b</sup>	Std. Deviation	,12427	,10597	32328,4	27572,6	,43876	,42751	,27200	,22411
Most Extreme	Absolute	,145	,134	,189	,147	,145	,148	,180	,118
Differences	Positive	,145	,134	,189	,129	,145	,148	,180	,118
	Negative	-,082	-,088	-,085	-,147	-,111	-,141	-,102	-,095
Kolmogorov-Smirnov Z		,867	,803	1,132	,880	,870	,891	1,079	,708
Asymp. Sig. (2-tailed)		,440	,539	,154	,421	,435	,406	,195	,698

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

### Hasil Uji *Paired Sample T Test* Untuk ROI

#### Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	SQRTROISBL	,2228	36	,12427	,02071
	SQRTROISSD	,2413	36	,10597	,01766

#### Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	SQRTROISBL & SQRTROISSD	36	,204	,232

#### Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	SQRTROISBL - SQRTROISSD	-,01856	,14591	,02432	-,06792	,03081	-,763	35	,451

## Uji Paired Sample T Test Untuk Kepemilikan Pemerintah

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	SQRTSTATESBL	65723,4741	36	32328,44936	5388,07489
	SQRTSTATESSD	79777,5727	36	27572,67609	4595,44601

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	SQRTSTATESBL & SQRTSTATESSD	36	,619	,000

Paired Samples Test

		Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower				Upper
Pair 1	SQRTSTATESBL - SQRTSTATESSD	-14054,0980	26484,1336	4414,02227	-23015,0400	-5093,15699	-3,184	35	,003

Uji Paired Sample T Test Untuk *Working Capital Turnover*

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 SQRTWCTSBL	1,1968	36	,43876	,07313
SQRTWCTSSD	1,1523	36	,42751	,07125

Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1 SQRTWCTSBL & SQRTWCTSSD	36	,456	,005

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 SQRTWCTSBL - SQRTWCTSSD	,04445	,45171	,07528	-,10839	,19728	,590	35	,559

Uji Paired Sample T Test Untuk *Agency Cost*

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 SQRTACSBL	,5434	36	,27200	,04533
SQRTACSSD	,5020	36	,22411	,03735

Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1 SQRTACSBL & SQRTACSSD	36	,789	,000

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 SQRTACSBL - SQRTACSSD	,04138	,16734	,02789	-,01524	,09800	1,484	35	,147

## Lampiran 4

### Hasil Analisis Regresi Sebelum Privatisasi (SPSS)

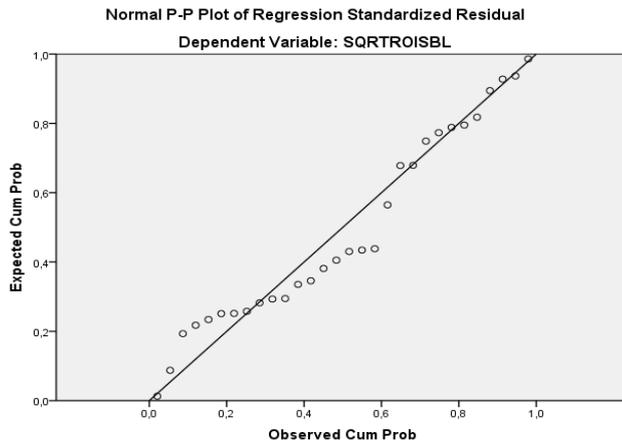
#### 1. Test of Normality

		Unstandardized Residual
N		30
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,11016951
Most Extreme Differences	Absolute	,165
	Positive	,165
	Negative	-,114
Kolmogorov-Smirnov Z		,905
Asymp. Sig. (2-tailed)		,386

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	30	,226	,427	,271	,833
Valid N (listwise)	30				



2. Uji Multikolinearitis

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,105	,115		,915	,368		
	SQRTSTATE	-1,657E-6	,000	-,394	-2,377	,025	,932	1,073
	SQRTWCT	,185	,081	,371	2,293	,030	,976	1,024
	SQRTAC	,089	,100	,146	,892	,380	,953	1,050

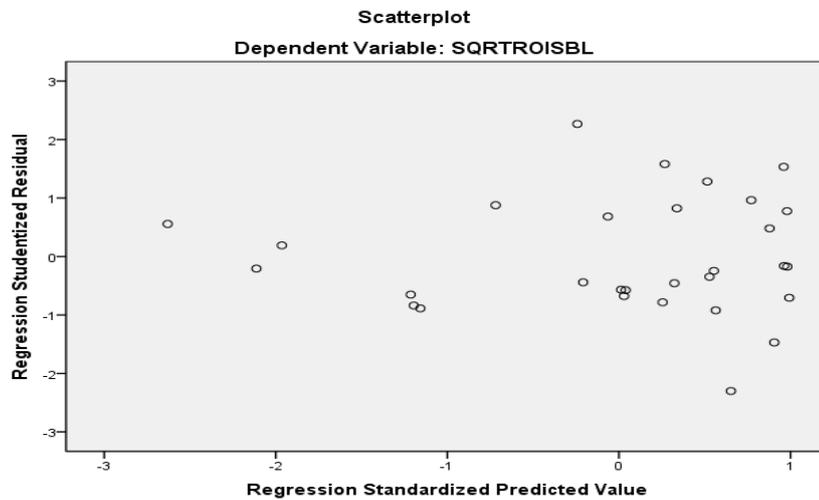
a. Dependent Variable: SQRTROISBL

Coefficient Correlations<sup>a</sup>

Model			SQRTAC	SQRTWCT	SQRTSTATE
1	Correlations	SQRTAC	1,000	-,041	-,217
		SQRTWCT	-,041	1,000	,154
		SQRTSTATE	-,217	,154	1,000
	Covariances	SQRTAC	,010	,000	-1,516E-8
		SQRTWCT	,000	,007	8,658E-9
		SQRTSTATE	-1,516E-8	8,658E-9	4,861E-13

a. Dependent Variable: SQRTROISBL

### 3. Uji Heterokedastisitas



### Uji Glejser

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,137	,061		2,227	,035		
	SQRTSTATE	-6,758E-7	,000	-,346	-1,813	,081	,932	1,073
	SQRTWCT	-,004	,043	-,015	-,081	,936	,976	1,024
	SQRTAC	-,002	,054	-,006	-,030	,976	,953	1,050

a. Dependent Variable: ABSRES2

### 4. Uji Autokorelasi

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,578 <sup>a</sup>	,334	,257	,11635	1,829

a. Predictors: (Constant), SQRTAC, SQRTWCT, SQRTSTATE

b. Dependent Variable: SQRTR0ISBL

## 5. Uji Hipotesis

### Uji Simultan

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,177	3	,059	4,350	,013 <sup>a</sup>
	Residual	,352	26	,014		
	Total	,529	29			

a. Predictors: (Constant), SQRTAC, SQRTWCT, SQRTSTATE

b. Dependent Variable: SQRTROISBL

### Uji Parsial

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,105	,115		,915	,368		
	SQRTSTATE	-1,657E-6	,000	-,394	-2,377	,025	,932	1,073
	SQRTWCT	,185	,081	,371	2,293	,030	,976	1,024
	SQRTAC	,089	,100	,146	,892	,380	,953	1,050

a. Dependent Variable: SQRTROISBL

## Lampiran 5

### Hasil Analisis Regresi Sesudah Privatisasi (SPSS)

#### 1. Test of Normality

##### Descriptive Statistics

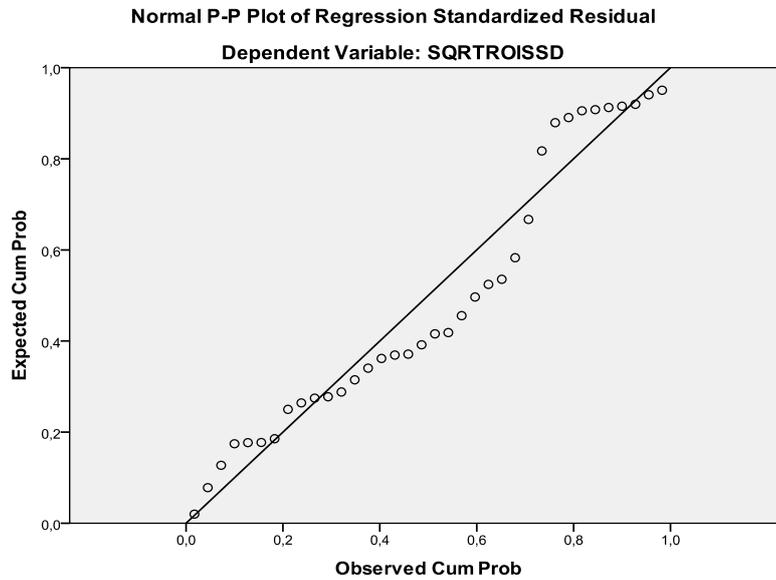
	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	36	,255	,393	-,743	,768
Valid N (listwise)	36				

##### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		36
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,07472592
Most Extreme Differences	Absolute	,141
	Positive	,141
	Negative	-,140
Kolmogorov-Smirnov Z		,845
Asymp. Sig. (2-tailed)		,473

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.



2. Uji Multikolinieritas

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,055	,065		-,845	,404		
	SQRTSTATE	2,227E-6	,000	,579	3,788	,001	,664	1,506
	SQRTWCT	,170	,033	,687	5,194	,000	,889	1,125
	SQRTAC	-,155	,069	-,327	-2,250	,031	,735	1,361

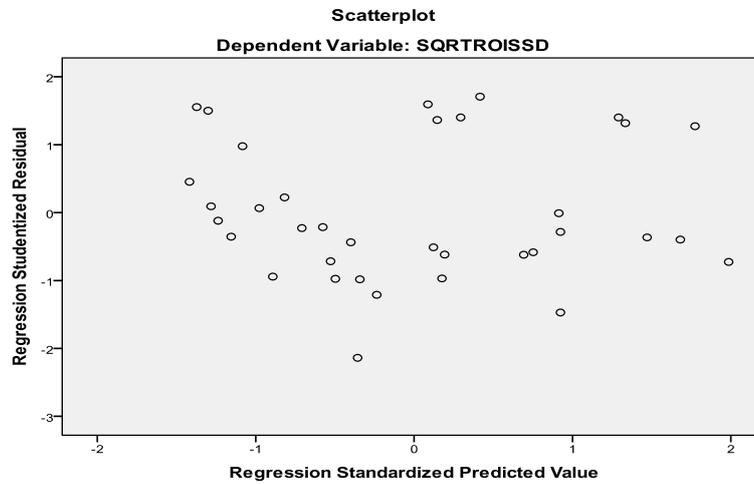
a. Dependent Variable: SQRTROISSD

**Coefficient Correlations<sup>a</sup>**

Model			SQRTAC	SQRTWCT	SQRTSTATE
1	Correlations	SQRTAC	1,000	-,041	-,217
		SQRTWCT	-,041	1,000	,154
		SQRTSTATE	-,217	,154	1,000
	Covariances	SQRTAC	,010	,000	-1,516E-8
		SQRTWCT	,000	,007	8,658E-9
		SQRTSTATE	-1,516E-8	8,658E-9	4,861E-13

a. Dependent Variable: SQRTROISBL

### 3. Uji Heterokedastisitas



### Uji Glejser

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	,039	,036		1,090	,284		
SQRTSTATE	2,151E-7	,000	,142	,661	,513	,664	1,506
SQRTWCT	,010	,018	,105	,564	,577	,889	1,125
SQRTAC	-,014	,038	-,075	-,368	,715	,735	1,361

a. Dependent Variable: ABSRES1

## 4. Uji Autokorelasi

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,709 <sup>a</sup>	,503	,456	,07815	2,312

a. Predictors: (Constant), SQRTAC, SQRTWCT, SQRTSTATE

b. Dependent Variable: SQRTROISSD

## 5. Uji Hipotesis

## Simultan

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,198	3	,066	10,784	,000 <sup>a</sup>
	Residual	,195	32	,006		
	Total	,393	35			

a. Predictors: (Constant), SQRTAC, SQRTWCT, SQRTSTATE

b. Dependent Variable: SQRTROISSD

## Parsial

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,055	,065		-,845	,404		
	SQRTSTATE	2,227E-6	,000	,579	3,788	,001	,664	1,506
	SQRTWCT	,170	,033	,687	5,194	,000	,889	1,125
	SQRTAC	-,155	,069	-,327	-2,250	,031	,735	1,361

a. Dependent Variable: SQRTROISSD

## Lampiran 6

## Laporan Keuangan BUMN

PT JASA MARGA (PERSERO) Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN  
NERACA KONSOLIDASIAN  
TANGGAL 31 DESEMBER 2010 DAN 2009  
(Dinyatakan dalam ribuan Rupiah, kecuali dinyatakan lain)

PT JASA MARGA (PERSERO) Tbk AND ITS SUBSIDIARIES  
CONSOLIDATED BALANCE SHEET  
AS OF DECEMBER 31, 2010 AND 2009  
(In thousand Rupiah, unless otherwise stated)

	2010	Catatan Notes	2009	
<b>ASET</b>				<b>ASSETS</b>
<b>ASET LANCAR</b>				<b>CURRENT ASSETS</b>
Kas Dan Setara Kas	4.011.590.465	2d, 2p, 3	3.314.002.735	Cash and Cash Equivalents
Investasi Jangka Pendek	27.470.020	2f, 4	41.475.806	Short - Terms Investment
Piutang Lain-lain	23.629.806	2g, 5	64.671.644	Other Receivables
Biaya Dibayar Dimuka	22.740.587	2h, 6	8.353.271	Prepaid Expenses
Pajak Dibayar Dimuka	4.710.614	2q, 7a	1.834.754	Prepaid Taxes
Jumlah Aset Lancar	4.090.141.492		3.430.338.210	Total Current Assets
<b>ASET TIDAK LANCAR</b>				<b>NON CURRENT ASSETS</b>
Dana Ditetapkan Penggunaannya	49.157.091	8	98.607.687	Appropriated Funds
Investasi Pada Perusahaan Asosiasi	201.270.895	2i, 9	207.484.999	Investment in Associate Companies
Investasi Jangka Panjang Lainnya	116.147.942	2i, 10	116.147.942	Other Long Term Investments
Aset Tetap				Fixed Asset
Hak Pengusahaan Jalan Tol (setelah dikurangi akumulasi penyusutan sebesar Rp 2.409.660.955 dan Rp 2.052.461.700 tanggal 31 Desember 2010 dan 2009)	10.100.448.190	2j, 11a	9.863.302.261	Toll Road Concession Right (Net of accumulated depreciation amounting to Rp 2,409,660,955 and Rp. 2,052,461,700 as of December 31, 2010 and 2009)
Selain Hak Pengusahaan Jalan Tol (setelah dikurangi akumulasi penyusutan sebesar Rp 347.082.649 dan Rp 317.837.872 tanggal 31 Desember 2010 dan 2009)	226.905.341	2j, 11b	196.202.778	Other then Toll Road Concession Right (Net of accumulated depreciation amounting to Rp 347,082,649 and Rp. 317,837,872 as of December 31, 2010 and 2009)
Aset tetap dalam konstruksi	3.367.154.441	2j, 11c	1.447.250.677	Construction in Progress
Biaya pelapisan ulang ditangguhkan - bersih	499.312.121	2k, 21, 12	385.295.206	Deferred Overlay Charges - Net
Aset Lainnya	259.058.035	13	392.754.679	Other Assets
Goodwill	42.533.786	2w, 14	36.879.508	Goodwill
Jumlah Aset Tidak Lancar	14.861.987.842		12.743.925.737	Total Non Current Assets
<b>JUMLAH ASET</b>	<b>18.952.129.334</b>		<b>16.174.263.947</b>	<b>TOTAL ASSETS</b>

Lihat catatan atas laporan keuangan konsolidasian yang merupakan bagian tidak terpisahkan dari laporan ini.

See the Accompanying Notes which are an integral part of these consolidated financial statements

PT JASA MARGA (PERSERO) Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN  
NERACA KONSOLIDASIAN  
TANGGAL 31 DESEMBER 2010 DAN 2009  
(Dinyatakan dalam ribuan Rupiah, kecuali dinyatakan lain)

PT JASA MARGA (PERSERO) Tbk AND ITS SUBSIDIARIES  
CONSOLIDATED BALANCE SHEET  
AS OF DECEMBER 31, 2010 AND 2009  
(In thousand Rupiah, unless otherwise stated)

	2010	Catatan Notes	2009	
<b>KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>				<b>LIABILITIES AND SHAREHOLDER'S EQUITY</b>
<b>KEWAJIBAN LANCAR</b>				<b>CURRENT LIABILITIES</b>
Hutang Usaha	130.307.565	16	103.690.158	Account Payable
Hutang Kontraktor	384.048.181	17	277.458.356	Contractor Payable
Hutang Pajak	164.291.799	2q, 7b	99.775.049	Tax Payable
Hutang Lain-lain	31.786.339	18	53.447.787	Other Payable
Biaya Yang Masih Harus Dibayar	328.465.736	19	248.522.641	Accrued Expenses
Kewajiban Jangka Panjang Yang Jatuh Tempo Dalam Satu Tahun				Current Maturities of long Term Liabilities
Hutang Bank	1.291.579.145	15	1.158.278.443	Bank Loans
Hutang Obligasi	-	25	650.000.000	Bonds Payable
Hutang Bantuan Pemerintah	14.442.902	20	14.442.902	Loan from Government
				Liabilities under Joint Operation
Kewajiban Kerjasama Operasi	820.302	2j, 21	820.302	Agreements
Kewajiban Pembebasan Tanah	121.906.851	24	347.605.733	Land Acquisition Liabilities
Kewajiban Sewa	10.630.440	2j, 11b, 22	12.313.913	Financial Lease
Jumlah Kewajiban Lancar	<u>2.478.279.260</u>		<u>2.966.355.283</u>	Total Current Liabilities
<b>KEWAJIBAN TIDAK LANCAR</b>				<b>NON CURRENT LIABILITIES</b>
Pendapatan Diterima Dimuka	43.400.613	2o, 23	24.889.114	Unearned Revenue
Kewajiban Pajak Tangguhan	404.019.274	2q, 7	409.841.553	Deferred Tax Liabilities
Kewajiban Jangka Panjang - Setelah Dikurangi Bagian Yang Jatuh Tempo Dalam Satu Tahun				Long Term Liabilities - Net of current maturity
Hutang Bank	1.233.334.913	15	508.217.717	Bank Loans
Hutang Obligasi	5.513.020.036	25	4.013.532.549	Bonds Payable
Hutang Bantuan Pemerintah	20.329.636	20	34.772.538	Loan from Government
				Liabilities under Joint Operation
Kewajiban Kerjasama Operasi	26.520.709	2j, 21	28.986.501	Agreements
Kewajiban Sewa	66.305.484	2j, 11b, 22	58.051.508	Financial Lease
Kewajiban Pembebasan Tanah	398.281.854	24	-	Land Acquisition Liabilities
Kewajiban Karena Pengakhiran Perjanjian Kuasa Penyelenggaraan	202.454.407	2v, 43a	202.454.407	Obligation Due to Termination of Concession Agreement
Kewajiban Imbalan Kerja	206.716.721	2r, 26	181.721.728	Employee Benefits Obligation
Jumlah Kewajiban Tidak Lancar	<u>8.114.383.647</u>		<u>5.462.467.615</u>	Total Non Current Liabilities
<b>HAK MINORITAS</b>	619.452.560	2b, 27	562.062.413	<b>MINORITY INTEREST</b>
<b>EKUITAS</b>				<b>SHAREHOLDERS' EQUITY</b>
Modal saham		28		Share Capital
Modal Dasar 19.040.000.000 saham - nilai nominal Rp.500 (Rupiah penuh) per saham. Modal ditempatkan dan disetor 6.800.000.000 saham terdiri dari 1 Saham Seri A Dwiwarna dan 6.799.999.999 Saham Seri B pada tanggal 31 Desember 2010 dan 2009	3.400.000.000		3.400.000.000	Authorized Capital of 19,040,000,000 share par value of Rp. 500 (full Rupiah) per share, Issued and fully paid up capital of 6,800,000,000 comprising 1 series A Dwiwarna share and 6,799,999,999 Share series B on December 31, 2010 and 2009.
Modal Saham Yang Diperoleh Kembali disajikan dengan nilai nominal sebanyak 24.523.500 saham untuk tanggal 31 Desember 2010 dan 2009	(12.261.750)		(12.261.750)	Treasury Stock represented under nominal value 24,523,000 share in 2010 and 2009.
Tambahan Modal Disetor	2.335.525.034	29	2.335.525.034	Additional Paid in Capital
Laba Belum Direalisasi Efek Tersedia Untuk Dijual	1.540.370	2f, 4	3.067.656	Unrealized Gain (Loss) on Securities Available for Sale
Saldo Laba	2.015.210.213		1.457.047.698	Retained earnings
Jumlah Ekuitas	<u>7.740.013.867</u>		<u>7.183.378.636</u>	Total Shareholders' Equity
<b>JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>	<u><b>18.952.129.334</b></u>		<u><b>16.174.263.947</b></u>	<b>TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY</b>

Lihat catatan atas laporan keuangan konsolidasian yang merupakan bagian tidak terpisahkan dari laporan ini.

See the Accompanying Notes which are an integral part of these consolidated financial statements

## Laporan Laba-Rugi

PT JASA MARGA (PERSERO) Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN  
LAPORAN LABA RUGI KONSOLIDASIAN  
TAHUN-TAHUN YANG BERAKHIR  
TANGGAL 31 DESEMBER 2010 DAN 2009  
(Dinyatakan dalam ribuan Rupiah, kecuali dinyatakan lain)

PT JASA MARGA (PERSERO) Tbk AND ITS SUBSIDIARIES  
CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME  
FOR THE YEARS ENDED  
DECEMBER 31, 2010 AND 2009  
(In thousand Rupiah, unless otherwise stated)

	2010	Catatan Notes	2009	
<b>PENDAPATAN USAHA</b>				<b>OPERATING REVENUE</b>
Pendapatan tol	4.306.105.746	2o, 30	3.631.483.330	Toll Revenues
Lainnya	72.478.557	2o, 31	60.516.992	Others
<b>Jumlah Pendapatan Usaha</b>	<b>4.378.584.303</b>		<b>3.692.000.322</b>	<b>Total Operating Revenue</b>
<b>BEBAN USAHA</b>				<b>OPERATING EXPENSES</b>
Pengumpulan Tol	571.822.403	2o,32	545.078.306	Toll Collection
Pelayanan Jalan Tol	222.339.482	2o,33	214.204.063	Toll Road Service
Pemeliharaan Jalan Tol	579.163.895	2o,34	506.638.753	Toll Road Maintenance
Kerjasama Operasi	273.300.712	2o,35	262.063.137	Joint Operations
Umum Dan Administrasi	743.765.630	2o,36	647.795.080	General and Administrative
<b>Jumlah Beban Usaha</b>	<b>2.390.392.122</b>		<b>2.175.779.339</b>	<b>Total Operating Expenses</b>
<b>LABA USAHA</b>	<b>1.988.192.180</b>		<b>1.516.220.983</b>	<b>OPERATING INCOME</b>
<b>PENDAPATAN (BEBAN) LAIN-LAIN</b>				<b>OTHER INCOME (EXPENSES)</b>
Beban bunga	(763.845.131)	2o,37	(742.024.439)	Interest Expenses
Pendapatan bunga	231.792.246	2o,38	296.532.463	Interest Income
Lainnya - bersih	20.210.058	2o,39	23.164.624	Other - net
<b>Jumlah Beban Lain-lain - Bersih</b>	<b>(511.842.826)</b>		<b>(422.327.352)</b>	<b>Total Other Income (Expenses) - Net</b>
<b>LABA BERSIH SEBELUM PAJAK DAN POS LUAR BIASA</b>	<b>1.476.349.354</b>		<b>1.093.893.631</b>	<b>INCOME BEFORE TAX AND EXTRAORDINARY ITEM</b>
<b>ESTIMASI PAJAK PENGHASILAN</b>				<b>ESTIMATED INCOME TAX</b>
Pajak kini	(298.101.591)	2q, 7c	(190.616.135)	Current Tax
Pajak tangguhan	6.248.045	2q, 7c	(21.065.784)	Deferred Tax
<b>Jumlah Pajak Penghasilan</b>	<b>(291.853.546)</b>		<b>(211.681.919)</b>	<b>Total Income Tax</b>
<b>LABA BERSIH SEBELUM POS LUAR BIASA DAN HAK MINORITAS</b>	<b>1.184.495.808</b>		<b>882.211.713</b>	<b>INCOME BEFORE EXTRAORDINARY ITEM AND MINORITY INTEREST</b>
<b>POS LUAR BIASA</b>	<b>-</b>		<b>124.988.958</b>	<b>EXTRAORDINARY ACCOUNT</b>
<b>HAK MINORITAS</b>	<b>8.990.861</b>	2b	<b>(14.507.112)</b>	<b>MINORITY INTEREST</b>
<b>LABA BERSIH</b>	<b>1.193.486.669</b>		<b>992.693.559</b>	<b>NET INCOME</b>
Laba bersih per saham (Rupiah penuh)	176,14	2u, 45	146,50	Earning Per Share (full Rupiah)

Lihat catatan atas laporan keuangan konsolidasian yang merupakan bagian tidak terpisahkan dari laporan ini.

See the Accompanying Notes which are an integral part of these consolidated financial statements

## Laporan Modal Saham

PERUSAHAAN PUBLIK (PUBLIK)  
**P.T. TELEKOMUNIKASI INDONESIA Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN**  
 CATATAN ATAS LAPORAN KEUANGAN KONSOLIDASIAN (lanjutan)  
 31 DESEMBER 2010 DAN 2009 SERTA TAHUN-TAHUN YANG BERAKHIR  
 31 DESEMBER 2010, 2009, DAN 2008  
 (Angka dalam tabel dinyatakan dalam jutaan Rupiah, kecuali dinyatakan lain)

### 24. MODAL SAHAM (lanjutan)

Keterangan	2009		
	Jumlah saham	Persentase kepemilikan	Jumlah modal disetor
Saham Seri A Dwiwarna			
Pemerintah	1	-	-
Saham Seri B			
Pemerintah	10.320.470.711	52,47	2.580.118
The Bank of New York Mellon Corporation	1.788.730.056	9,09	447.183
Direksi (Catatan 1b):			
Ermady Dahlan	17.604	-	4
Indra Utoyo	5.508	-	1
Masyarakat (masing-masing di bawah 5%)	7.560.200.900	38,44	1.890.050
Jumlah	19.669.424.780	100,00	4.917.356
Modal saham yang diperoleh kembali (Catatan 26)	490.574.500	-	122.644
<b>Jumlah</b>	<b>20.159.999.280</b>	<b>100,00</b>	<b>5.040.000</b>

## RIWAYAT HIDUP



Penulis bernama lengkap **Zelfi Oktafia Usnilam Sari**, lahir di Flores, 02 Oktober 1991. Anak kedua dari pasangan Usman dan Yuliati. Memiliki satu kakak laki-laki dan tiga adik. Bertempat tinggal di Jalan Marzuki No. 49, Penggilingan, Cakung, Jakarta Timur.

Penulis telah menempuh beberapa tingkat pendidikan formal, yaitu SD Negeri 03 Pagi (1997-2003), SMP Negeri 98 (2003-2006), dan SMA Negeri 44 Jakarta (2005-2009). Penulis juga merupakan mahasiswi Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta angkatan 2009.

Penulis adalah seseorang yang aktif dalam kegiatan jurnalistik dan terlibat dalam pembuatan majalah sekolah semasa Sekolah Menengah Atas. Kemudian dibangku perkuliahan, penulis juga aktif dalam kegiatan kepanitiaan seperti panitia Masa Pengenalan Akademik Jurusan Akuntansi (2010), panitia Seminar Akuntansi 2010, dll.